Die Zinssätze am Geldmarkt

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
der staatswirtschaftlichen Fakultät
an der
Ludwig-Maximilians-Universität München

vorgelegt von
Joseph Keller
Diplomvolkswirt
geb. zu Klingenberg a. M.

München
J. Schweitzer Verlag (Arthur Sellier)
1928

Referent:
Geheimrat Professor Dr. Adolf Weber.

Tag der mündlichen Prüfung: 26. Juli 1927.

Druck von Dr. F. P. Datterer & Cie., Freising-München.

Inhaltsübersicht.

I. Einleitung.

Der Zins ist der Preis dafür, daß Kaufkraft von einem Wirtschaftssubjekt einem andern zu Gebrauch und Nutzung leihweise überlassen wird, er ist — im Sinn der Waitingtheorie — der Preis für das „Warten". Das Warten ist nützlich. Der Kreditgeber leistet dem Kreditnehmer einen wirtschaftlichen Dienst. Die Leistung des Wartens steht nur in beschränktem Umfang zur Verfügung, sie ist knapp. Nützlichkeit und Knappheit des Wartens bestimmen seinen Wert und verleihen ihm den Charakter eines wirtschaftlichen Guts. Die zur Verleihung verfügbare Kaufkraft wird überwiegend durch Geld dargestellt. Mit Geld können diese oder jene Güter nach Belieben erworben, Dienste in Anspruch genommen werden. Das durch Geld repräsentierte Warten ist ein Gut höchster Fungibilität, das als solches einem einheitlichen Preisbildungsprozeß unterliegen müßte, von dem also jedes Teilchen denselben Preis bedingen sollte. Wenn die Wirklichkeit diesen Schluß nicht zuläßt, dann müssen irgendwelche differenzierenden Momente vorhanden sein, die aber nicht in der Qualität liegen können, denn die ist ho-

mogen, wohl aber in der Dimension[1]). Die Dimension des Wartens ist Menge mal Zeit. Da die Menge keine qualitativen Unterschiede kennt, bleibt nur die Zeit.

Man unterscheidet herkömmlich zwei Märkte, auf denen Kredite von deutlichem Fristabstand gehandelt werden und stellt einem Kapitalmarkt, als dem Markt der langfristigen Kredite, einen Geldmarkt, einen Markt der kurz- und kürzestfristigen Kredite gegenüber.

Soweit unsere zinstheoretischen Voraussetzungen, die ein ideales Funktionieren des Mediums Geld zum Inhalt haben und von formalen Unterschieden des Geldes absehen.

Georg Halm[2]) hat, ausgehend von der allgemeinen Zinstheorie Gustav Cassels[3]), die besonderen Preisbildungsvorgänge am Geld- und Kapitalmarkt und die tieferen Zusammenhänge und inneren Beziehungen zwischen beiden Märkten untersucht — rein zinstheoretisch, unter Ausscheidung geldtheoretischer und geldtechnischer Gesichtspunkte.

Während es nun bei einer Behandlung des Zinsproblems am Geld- und Kapitalmarkt, welche die Gründe der verschiedenartigen Preisbildung hier und dort aufklären soll, statthaft ist, rein zinstheoretisch vorzugehen, also lediglich auf Grund der vorstehend umrissenen Basis — Ausschluß der Möglichkeit zusätzlich formaler Kaufkraftschöpfung und Abstraktion von formalen Unterschieden des Geldes — die Tatbestände zu untersuchen, wird ein gleiches Verfahren dann nicht erlaubt sein, wenn es sich um einen Beitrag zur Theorie des Geldmarkts im besonderen und als solchen handelt. Die Geldtheorie wird nicht zu umgehen sein, schon aus erkenntniskritischen Erwägungen.

Der tiefere Trennungsgrund der beiden Märkte liegt ja gar nicht, wie z. B. Hahn[4]) — teilweise in konsequenter Durchführung, teilweise in Überspitzung Schumpeter'scher Gedanken — mit seiner im wesentlichen nur formalen Begriffsscheidung will, in der Geldsphäre, sondern in der Eigenart der kapitalistischen Produktionsweise mit ihren langwierigen Produktionsumwegen. Dies einerseits und anderseits in der dazu notwendigen Sparkapitalbildung — also durchweg im Kapitalbereich.

Die Geldmarkttheorie aber darf die Geldtheorie nicht vernachlässigen. Auch die Geldtechnik, die Technik des Zahlungsmittelumlaufs ist für die typische Preisbildung am Geldmarkt von Bedeutung, namentlich für die Preisbildung am Markt des sog. täglichen Geldes.

Spiethoff[5]) sagt: „Das Geld ist etwas Selbständiges. Geld und seine Ersatzmittel sind begehrt, unbekümmert, inwieweit sie mit dem Vorgang der Kapitalbildung einerseits, mit dem der Kapitalherstellung anderseits im Gleichschritt sich befinden . . . Das Geldersatzmittel, wie das Geld selbst, werden gewährt nach Maßgabe ihres halb zufälligen Vorhandenseins und gewisser privatwirtschaftlicher Sicherheitsgrundsätze der Banken und anderer Ausgabeorgane". Wenn auch Geldform und zusätzliche Kaufkraftschöpfung für den Geldmarkt von erheblicher Bedeutung sind, so möchten wir doch das

---

1) Gustav Cassel, Theoretische Sozialökonomie 1927, S. 187 ff.

2) Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 1926, Juli, August.

3) Gustav Cassel, a. a. O.

4) Albert Hahn, Zur Theorie des Geldmarkts, Archiv 1923/24, Nr. 51.

5) Die äußere Ordnung des Kapital- und Geldmarkts. Schmollers Jahrbuch Nr. 33, S. 447 ff. 1909.

Geldmäßige nicht zu sehr betonen, um nicht in den Verdacht einer Überschätzung desselben gegenüber der Kredittheorie zu kommen, einer Überschätzung um so mehr, als eine unsachgemäße Einstellung im Geldmarkt leicht einen Markt für Geld und nicht für Kredit zu sehen geneigt ist, einen Markt für Zahlungsmittel und nicht für das Warten.

Adolf Weber[6]) unterscheidet Geld- und Kapitalmarkt im besonderen hinsichtlich der Erweiterungsfähigkeit des einen, der Erweiterungsunfähigkeit des anderen: „Der Ursprung dessen, was jeweils Kaufkraft vermittelt, ist Grund für diese Unterscheidung: dafür, daß wirklich zwei Märkte mit zwei verschiedenen Preisbildungsvorgängen bestehen. Das Angebot von „Geld", von Anpassungs- und Zirkulationskredit kann von den Banken beliebig vermehrt werden, das Angebot von Kaufkraft dagegen, die auf Sachgütern und Leistungen fußt, wodurch zuletzt aber allein reale Kaufkraft vermittelt wird, ist eng begrenzt. Weil nur diese reale Kaufkraft auf die Dauer etwas bedeutet, ist es erklärlich, daß diejenigen, die langfristigen Kredit suchen, sich an den „Kapitalmarkt" wenden, d. h. an den Markt, der brachliegende Kaufkraft den Kreditsuchenden zuführt. Für kurzfristige Kredite dagegen kann auch der von den Banken kreierte Zirkulationskredit recht wohl in Anspruch genommen werden. Man begreift daher, daß der Zins am Geldmarkt, wo die Menge des Angebotenen durch formale, aus dem Nichts geschaffene Kaufkraft erweitert wird, anderen Regeln unterliegt als am Kapitalmarkt."

Die Struktur der beiden Märkte ist tatsächlich eine andere und der Kapitalmarkt unterscheidet sich vom Geldmarkt in diesem Betracht ebenso, wie das hundertprozentige Warten des Kapitalmarktes von dem verwässerten des Geldmarkts. Der Geldmarkt ist Macht- und Monopoleinflüssen gegenüber sehr reagibel, der Kapitalmarkt dagegen starr und unnachgiebig.

Mit dem Geldmarkt haben sich theoretisch umfassender nur Spiethoff[7]), Lansburgh[8]) und Hahn[9]) befaßt, aber auch mehr unter allgemeinen Gesichtspunkten, während der Geldmarkt im besonderen, also die markt- und börsenmäßigen Zinssätze in ihrer Preisbildung und ihren funktionellen Zusammenhängen, sowie die Monopol- und Machteinflüsse am Geldmarkt eine Bearbeitung, die über das wesentlich Deskriptive hinausginge, noch nicht gefunden haben.

Im folgenden einige geld- und kredittheoretische Vorbemerkungen, ohne daß auf Vollständigkeit Anspruch gemacht werden soll.

II. Geld und Kredit.

Geld ist Tauschmittel. (Vom Substanzwert soll abgesehen werden). Aus der relativen Knappheit der Tauschmittel und ihrer Eignung zur Vermittlung von wirtschaftlichen Verkehrsakten ergibt sich ihr Wert, ihre Kaufkraft. Diese steht in Beziehung zu den Verkehrsbedürfnissen. Die objektiven Tauschwerte der Güter ordnen sich, reihen sich aneinander, beziehen sich aufeinander durch ihre Beziehung auf eine objektive Skala, der eine bestimmte Geldeinheit zugrunde liegt. Die Skala und ihre Einheit ist etwas rein

---

[6]) Depositen- und Spekulationsbanken 1927 S. 170/71.

[7]) a. a. O., ferner: a) Das Verhältnis von Kapital, Geld und Güterwelt S. 927 ff.; b) Der Kapitalmangel in seinem Verhältnis zur Güterwelt. Beide Schmollers Jahrb. 1909.

[8]) Verschiedene Artikel in seiner Zeitschrift: Die Bank 1926/27.

[9]) a. a. O. Ferner: Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits 1920.

Formales. Der Wert dieser Geldeinheit, ihre Kaufkraft ist ganz konkret. Die Geldeinheit in ihrer formalen Qualität ist fest, der Wert veränderlich.

Kredit ist leihweise Übertragung von Kaufkraft. Kredit will — vom Standpunkt des Kreditnehmers aus gesehen — die Zeitspanne überbrücken, die besteht zwischen dem Moment der Geldhingabe und dem Moment eines erwarteten Geldempfangs. Wesentlich ist nicht allein, daß der Kreditnehmer Geld benötigt oder eine bestimmte Form von Geld, sondern daß eine kürzere oder längere Zeit vergeht, vielleicht nur ein paar Tage, bis seinen jetzt fälligen Verbindlichkeiten die entsprechenden Eingänge gegenübertreten. Dazu braucht er eben Kredit, er braucht jenes wirtschaftliche Gut, das — in Abstraktion — als Warten bezeichnet wird.

Kredit kann nun entstehen auf zweierlei Art analog der Entstehung von Kaufkraft überhaupt; aus dem volkswirtschaftlichen Produktions- und Einkommensbildungsprozeß, durch Sparen, dann durch Schaffung zusätzlich formaler Kaufkraft.

Eine besondere Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang den Banken und bankähnlichen Instituten zu. Sie sammeln die kleinen Sparbeträge und die Betriebsreserven der Unternehmer und führen sie einer konzentrierten Verwendung zu. Sie sind Kreditvermittler. Hahn[1]) meint, daß an den Kapitalmärkten „Kredit in des Wortes wörtlichster Bedeutung von „Vertrauen" gehandelt wird". Wirtschaftlich betrachtet ist das Vertrauen aber wohl nur die Voraussetzung — und nicht mal unbedingt notwendige (Sicherstellung durch Pfand!) — dafür, daß gehandelt wird, aber nicht das, was gehandelt wird. Marktobjekt ist Kaufkraft, die auf bestimmte Zeit zur Verfügung des Kreditnehmers steht.

Zusätzliche Kaufkraftschöpfung ist möglich den Notenbanken im Rahmen gesetzlicher Vorschriften. Dann den Kreditbanken in dem Umfang als girale Zahlungen im Verhältnis zum Barverkehr überhand nehmen. Diese zusätzliche Kaufkraft entsteht als Kredit und zwar primär als Kredit.

Ob man nun auch die Kreditgewährung der Banken, die nichts anderes darstellt, als die Weiterverleihung eigenen Kapitals und anvertrauter Depositen, als primäre Kaufkraftschöpfung bezeichnen soll, wie es dem Sinn der Hahnschen[2]) Kredittheorie entspricht, so daß die Banken bei Ausdehnung der Debitoren aus Gründen der „geldlichen" und „volkswirtschaftlichen" Liquidität auf die Kreditoren und ihre Zusammensetzung nur Rücksicht zu nehmen haben, während das Kreditgeben selbst ganz ihrer Initiative entspringt, also primär ist. Oder ob man im Sinne der bisher üblichen Auffassung diese Art der Kreditierung als sekundär bezeichnen soll, da ja nur das den Banken anvertraute Geld weiter verlieren wird und als Basis einer zusätzlichen Kreditausdehnung dient — ob man so oder so entscheidet ist eine Frage des Geschmacks. Die historische Logik spricht für das letztere, die tatsächlichen Verhältnisse der Gegenwart sprechen mehr für Hahn. Es kann aber seinem System nicht gelingen „die Mittel der Banken unter einem einheitlichen Gesichtspunkt" — nämlich ausschließlich primär — kreditmäßig — „zu erfassen"[3]), so sehr auch ein solcher Versuch einem berechtigten ästhetischen Bedürfnis entspringen mag. Es ist nicht möglich, vom Bankkredit her die formale Kaufkraft restlos durchzukonstruieren, man muß immer beim voll-

[1]) Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits S. 51/52.
[2]) a. a. O. S. 29
[3]) Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits S. 312.

wertigen Metallgeld Halt machen, welches Geld und nur Geld darstellt und keinerlei Kreditelemente auch nur der Form nach an sich trägt.

Die Mittel, die am Geldmarkt in Erscheinung treten, sind also teils gesparte und vorläufig nicht verwendete Einkommensteile, und sind somit durch den Umfang der Spartätigkeit beschränkt. Sie sind zum anderen Teil zusätzlich kreierte Kredite, die eine Antipizierung demnächst entstehender Kaufkraft darstellen oder über das Maß dieser Neuproduktion hinausgehen. Auch ihre Vermehrung ist keine beliebige.

In der modernen kreditwirtschaftlich entwickelten Volkswirtschaft bestehen verschiedene Formen von Geld nebeneinander, die zu Trägern von Kreditfunktion werden können, deren Verhältnis zueinander durch bestimmte Zahlungsgewohnheiten und gewisse privatwirtschaftliche Liquiditätsgrundsätze umschrieben und festgelegt ist.

Eine Bank kann kreditieren durch Buchgeld in dem Umfang, als einerseits bargeldlose Zahlungen neben bargeldliche treten — infolge bestimmter Verkehrssitten; die Bank muß damit rechnen, daß ein Teil des eingeräumten Kredits durch Bargeldzahlung flüssig zu machen ist, die Rücksicht auf ihre geldliche Liquidität (Hahn) hindert sie an einer ungemessenen Ausdehnung der Kredite. Die Bank kann anderseits — auf die Dauer — nur mit Buchgeld zahlen, soweit andere Banken an sie selbst wieder überweisen — sofern nicht interne Umbuchungen genügen, — so daß sie also bei anderen Banken über Guthaben verfügt und andere Banken ihr kreditieren. Dies ist das, was Hahn die volkswirtschaftliche Liquidität nennt. Die anderen Banken sind natürlich nur stundungsbereit, wenn sie annehmen können, daß die betreffende erstere Bank in gemessener Zeit über Guthaben bei ihnen verfügen wird. (Solidarität der Banken).

Ein Teil der Bankkredite kann nicht durch gegenseitige Umbuchungen oder Scheckziehungen flüssig gemacht werden, dann nicht, wenn die beteiligten Banken nicht in gegenseitigem Abrechnungsverkehr stehen oder nicht gegenseitig kreditieren wollen. Buchgeld kann hier von den Banken autonom nicht geschaffen werden. Sie bedienen sich dann einer Zentralgirostelle (Reichsbank). Das Geld, das diese Girostelle schafft, ist so gut wie Bargeld, es ist gegen Bargeld vertretbar. Wir bezeichnen diese Art von Buchgeld als Girogeld im Gegensatz zu dem von den Banken autonom geschaffenen Kreditgeld.

Ein Teil der Bankkredite kann weder durch Kreditgeld der Banken selbst, noch durch Girogeld der Reichsbank in Wirksamkeit treten, sondern erfordert Bargeld. Über Bargeld verfügen die Banken entweder auf Grund von Einzahlungen (Depositen) oder durch Rückgriff auf die Notenbank. Der Umfang der Geldschöpfung der Notenbank ist gesetzlich geregelt.

Das Kreditbegehren der Wirtschaft kann sich auch unmittelbar an die Notenbank wenden, die durch Bargeldhingabe und Einräumung eines Giroguthabens kreditiert.

Neben diesen typisch kreditwirtschaftlichen Formen der Kreditierung durch Banken bestehen die allerdings quantitativ zurücktretenden Arten der freien Kreditierung im Verkehr durch Bargeldhingabe, durch Wechsel, die in Umlauf gesetzt werden, durch geldfreie Stundung. Sie mögen hier vernachlässigt werden, obwohl sie natürlich für den Geldmarktzins nicht ohne Bedeutung sind. Sie treten neben die genannten Formen der Kreditgewährung und erleichtern den Markt, soweit sie nicht etwa doch Bargeld oder Girogeld erfordern.

Für die zusätzliche Kaufkraftschöpfung der Banken bestehen also Grenzen. Erstens müssen die Banken in der Kreditgeldschöpfung solidarisch handeln und gegenseitig ihre Forderungen stützen. Zweitens müssen sie über so viel Bargeld bzw. Girogeld verfügen, als dem durch die Zahlungssitten bestimmten Verhältnis von Kreditgeld zu Bargeld bzw. Girogeld entspricht. Wollen sie über dieses Verhältnis hinaus Kreditgeld schaffen, dann müssen sie mit der Unterstützung der Reichsbank rechnen können, die das angemessene Quantum an Bargeld oder Girogeld zur Verfügung stellt. Der Spielraum der Reichsbank wiederum ist gesetzlich umrissen und begrenzt durch das Vorgehen der anderen Zentralnotenbanken und innerhalb desselben hat die Reichsbankleitung eine gewisse Bewegungsfreiheit.

Von der geld- und banktechnischen Begrenzung der Geldschöpfung ist die ökonomische zu unterscheiden, die darin liegt, daß auf dem Umweg über die Geldentwertung eine Minderung der Kaufkraft jeder einzelnen Geldeinheit erfolgt. Die Grenze in diesem ökonomischen Sinn liegt also letztlich in dem Maß der verfügbaren Güter und Leistungen. Davon wird später noch gesprochen werden.

Es ist ein viel verbreiteter Irrtum — auf dem auch der Stabilisierungsplan J. Fishers[4]) aufgebaut ist —, daß die Einlösbarkeit des Geldsurrogats in Geld die Menge der Geldersatzmittel (Kreditgeld . . .) beschränke. Eine Beschränkung tritt nur ein, wenn die Einlösung *tatsächlich* erfolgt oder mit einer Einlösung in erheblichem Umfang jederzeit gerechnet werden muß. Wenn der Verkehr sich jedoch dauernd mit Geldsurrogaten zufrieden gibt und an eine Einlösung nicht denkt, kann von einer automatischen Reduzierung keine Rede sein. Das Surrogat zirkuliert in diesem Fall dauernd in erheblichen Quantitäten neben dem Goldgeld.

Den Möglichkeiten der Krediterweiterung sind Schranken gesetzt, die in den Gegebenheiten der Geldtechnik bestehen, selbst wenn ein solidarisches Vorgehen der Kreditbanken vorausgesetzt werden kann.

Von Geld zu Kredit gibt es Übergänge, und es kann Geld, das einerseits und formell eben Geld ist, materiell Kreditfunktion übernehmen und es kann Kredit seine Kreditfunktion abgestreift und materiell nur Geldfunktion übernommen haben. Jeder Buchkredit hat Geldfunktion, sobald er durch Umschreibung, Giroüberweisung, Scheckziehung in Wirksamkeit tritt.

Es kann Geld in der juristischen Form des Kredits auftreten, ohne daß von Kredit im ökonomischen Sinn gesprochen werden kann; z. B. Giro- und Kassenhaltungsguthaben.

Es gibt Geld, das neben seiner juristischen und wirtschaftlichen Geldqualität noch Kreditfunktion im wirtschaftlichen Sinn übernimmt. Dies gilt von den nicht metallgedeckten Banknoten und vom unterwertig ausgegebenen Metallgeld. Nicht dagegen originär vom vollwertigen Metallgeld. Vollwertiges Metallgeld ist einwandfrei Geld und nur Geld.

III. Der Geldmarkt.

Geldmarkt rein formal betrachtet ist die Gesamtheit aller Kreditierungsakte, der Markt, an dem Geld (im weitesten Sinn) verliehen und nachgefragt wird. Der Geldmarkt in diesem Sinn zerfiele in den Kapitalmarkt und den Geldmarkt im üblichen Sinn, also in den Markt der langen Fristen und den Markt der kurzen und kürzesten Fristen. Kapital wird in der modernen

---

[4]) Der schwankende Geldwert, Berlin 1924.

Wirtschaft nicht anders als durch das Medium Geld nachgefragt und angeboten. Geld bedeutet hier, wie überhaupt bei all unseren vorhergehenden und späteren Überlegungen nicht Geld einer bestimmten Form etwa Bargeld, sondern Geld im weitesten Sinn einschließlich Buchgeld, also einschließlich der sogenannten Geldsurrogate. Diese Begriffsbestimmung „Geldmarkt" ist natürlich nur formal; sie ist materiell nichtssagend, so daß wir sie im weiteren nicht aufrecht erhalten.

Geldmarkt im eigentlichen Sinn ist der Markt der kurzfristigen Kreditgeschäfte.

Er teilt sich in den Geldmarkt im börsentechnischen Sinn, den Markt des Geldes, das an der Börse gehandelt wird, und in den außerbörslichen Geldmarkt, der das von der Notenbank und den Privatbanken kreditierte Geld umfaßt, so weit es auf kürzere Frist verliehen wird. Die Kredite der Banken nehmen leicht Kapitalmarktcharakter an, wenn sie sich etwa in Form des Kontokorrentkredits durch beständige Prolongationen unter dem Eindruck der Unmöglichkeit oder Unzweckmäßigkeit einer Fundierung über mehrere Jahre ausdehnen. Die Übergänge von Kapital zu Geldmarkt sind nicht scharf und exakt.

Die Art, in der A. Hahn Geld- und Kapitalmarkt zu scheiden versucht, deckt sich nicht mit unserem Schema. Sie abstrahiert von der Fristigkeit und ordnet dem Kapitalmarkt als Objekt den Bankkredit, das „Überweisungsgeld" zu, dem Geldmarkt das „Reichsbankgeld". Er unterscheidet geldtechnisch formal[1]). Davon wird später noch zu sprechen sein. Für Hahn, der dem Warten — dem Wesen seiner Kredittheorie entsprechend — eine so geringe Bedeutung beilegt, muß wohl Geld- und Kapitalmarkt — unter dem Gesichtspunkt der verschiedenen Fristigkeit betrachtet — sachlich zusammenfallen, so daß, wenn überhaupt noch ein Bedürfnis vorhanden ist, die Märkte zu unterscheiden, nur noch ein formales Kriterium übrig bleibt. Daneben aber mischen sich bei ihm ständig geldtechnische und kredittheoretische Vorstellungen, die auch aus seiner exklusiven Kredittheorie entspringen. Er will die moderne Wirtschaft im wesentlichen als Kreditwirtschaft sehen und kommt dabei ständig mit der Geldtheorie in Konflikt. Denn Kredit ist materiell nicht etwa eine spätere Entwicklungsform des Geldes, sondern von vorneherein schon etwas grundsätzlich anderes.

Der Gegenstand unserer Untersuchung wird in erster Linie der Börsengeldmarkt sein, dessen typische Zinssätze auf die Art der Zinspreisbildung und auf gewisse innere Beziehungen hin zu betrachten sein werden, in zweiter Linie — und dies mehr skizzenhaft ergänzend — Teile des außerbörslichen Geldmarkts, die monopolistischen Sätze der Reichsbank und der Privatbanken, woran sich eine Besprechung der für den Geldmarkt sehr bedeutenden zusätzlichen Kaufkraft und einige Bemerkungen über die gesamten strukturellen Geldmarktverhältnisse anschließen soll. Doch sei das, was grundsätzlich und allgemein über den Geldmarkt zu sagen ist, vorausgeschickt.

A. Allgemeines.

Am Geldmarkt vereinigen sich zwei Erscheinungen. Geldmarkt ist Kreditmarkt. Daran ist festzuhalten. Da aber der Kredit nicht anders als in der Geldform gehandelt wird, muß notwendig der Zahlungsmittelumlauf für den Geldmarkt einige Bedeutung haben.

[1]) Siehe Halm, a. a. O. S. 114 ff.

1. Charakteristik des Geldumlaufs.

„Das Geld zirkuliert nicht im Kreise, d. h. auf einer und derselben Ebene und zwischen Mitgliedern ein und derselben Gemeinschaft, die es immer wieder unmittelbar an seinen Ausgangspunkt zurückleiten, sondern in einer zylindrischen Spirale, deren Windungen folgend es aus der Höhe des Geldmarktes allmählich in die Tiefe des Kleinverkehrs sinkt, um alsdann von neuem, wiederum in Windungen, zum Geldmarkt emporzusteigen" [2]). Der Geldumlauf ist das Becken, in dem sich alles verfügbare und vorläufig entbehrliche Geld sammelt, um regelmäßig und zu bestimmten Zeiten besonders reichlich in das weitverzweigte Kanalsystem des Zahlungsverkehrs abzufließen. Einmal ist es am Geldmarkt und sucht hier vorläufige Anlage, um dann bei eintretendem Zahlungsmittelbedarf (Zahlungsmittel im weitesten Sinn) in kleine und kleinste Kanäle zu zerfließen; der Geldmarkt wird mehr und mehr geleert, je weiter sich das Geld entfernen muß und in je kleinere Teile es zersplittert. Auf dem Weg über Unternehmer, Arbeitslohn bzw. Produktionsmittelproduzent — Arbeitslohn — Kleinhandel — Großhandel entfernt es sich vom Geldmarkt und kehrt wieder zu ihm zurück. Wenn das Geld am Geldmarkt und bei den Banken ist, herrscht Geldflüssigkeit, wenn es unterwegs ist, Geldknappheit.

Nun ist aber nicht zu gleicher Zeit alles in einer Wirtschaft vorhandene Geld jetzt am Markt und dann in den Kanälen des Verkehrs. Vielmehr wird ein Teil der Wirtschaft Geld an- oder zurückfordern, während der andere Teil Geld entbehren kann. Es findet also in gewissem Umfang ein Ausgleich der Mittel statt.

Aber zu besonderen Terminen oder in besonderen Perioden der wirtschaftlichen Entwicklung treten besondere Anforderungen gleichzeitig an den Geldmarkt heran.

Die terminbedingten Schwankungen sind solche, die jedes Jahr in derselben Art wiederkehren, wenn auch nicht in derselben Intensität, denn diese ist konjunkturbedingt. Monatsmedio, Monats-, Quartals-, Jahresultimo stellen an den Zahlungsmittelvorrat steigende Ansprüche. Das gleiche gilt von den jahreszeitlichen Schwankungen; die Felderbestellung im Frühjahr, die wiedereinsetzende Bautätigkeit, die Finanzierung der Ernte und der Einfuhr im Herbst erfordern eine den gesteigerten Umsätzen entsprechende Zahlungsmittelmenge. Die jährliche Produktion und die Verteilung des jährlichen Produktionsergebnisses erfolgt in solchen teils durch Natur, teils durch Rechtsordnung und Gewohnheit festgelegten Rhythmen.

In diese Schwingungen greifen ein andere, konjunkturelle Veränderungen des Produktionsvolumens, die teils eine Schrumpfung, dann eine Ausweitung desselben zum Inhalt haben, und weiter — in mehr oder minder losem oder organischem Zusammenhang — Perioden größerer oder geringerer Börsentätigkeit. Dadurch werden die methodisch als gleichmäßig jedes Jahr wiederkehrend und damit als rhythmisch und harmonisch verlaufend angenommen termin- und jahreszeitlich bedingten Schwingungen gestört, teils abgeschwächt, teils verstärkt.

Während in der Zeit zwischen zwei Ultimozahlungsterminen die Geldansprüche relativ gering sind, steigen sie gegen Ultimo infolge des erhöhten Zahlungsmittelbedarfs für Lohn- und Gehaltszwecke ganz erheblich. Trifft nun der Monatsultimo mit dem Quartals- oder Jahresschlußtermin zu-

2) **Lansburgh**, Der Umlauf des Kapitals; Die Bank 1926 S. 309 ff.

sammen, dann steigt der Geldbedarf entsprechend den höheren Umsätzen (und wie wir sehen werden im Zusammenhang damit infolge des erhöhten Kreditbedarfs). Eine weitere Steigerung bringt die saisonale Belebung der Wirtschaft im Sommer und Herbst. Die relativ stärkste Erweiterung des Kanalsystems der Geldzirkulation bringt der konjunkturelle Hochschwung (teils auch wieder eine Folge der Kreditausdehnung).

Der Geldbedarf an den Terminen ist teils Bargeld-, teils Buchgeldbedarf. Für Zwecke der Lohn- und Gehaltszahlungen am Monatsultimo, der Zins- und Mietenzahlungen an den Quartalsterminen usw. wird überwiegend Bargeld beansprucht. Bei gleichbleibenden Zahlungsgewohnheiten ergeben sich Ansprüche von Buchgeld und Bargeld (bzw. Reichsbankgirogeld) in konstantem Verhältnis.

Interessant ist dabei die Beobachtung, daß Bargeld am meisten unmittelbar vor den Terminen angefordert wird (Lohnzahlungen), während die Kurve des Girodienstes unmittelbar nach den Terminen ihren höchsten Punkt erreicht[3]). Die Lohn- und Gehaltszahlungen müssen an den Zahltagen pünktlich erfolgen, deshalb werden schon vorher Barmittel bereit gestellt, nach Termin beginnt dann sogleich der Rückfluß dieser Bargelder zu den Bankkassen und zum Markt. Was die Überweisungen angeht, so ist anzunehmen, daß mit diesen, soweit es sich um die produzierende Wirtschaft als solche handelt, wohl etwas gewartet werden kann, so daß sie auch unmittelbar nach den Terminen ohne Schwierigkeit getätigt zu werden vermögen. Anders verhält es sich mit dem zur Börsenspekulation bereitzustellenden Buchgeld, dieses ist für den Termin selbst anzuschaffen. Diese Zahlungen entziehen sich jedoch den statistischen Feststellungen über den Reichsbankgirodienst, da sie meist durch Umbuchungen an den lokalen Clearingstellen oder bei den Banken gegenseitig ihre Erledigung finden. Im Gegensatz zum Bargeld steht das Buchgeld dem Markt in allerkürzester Zeit wieder zur Verfügung, namentlich dann, wenn es den Börsenbereich nicht verläßt.

Die Konjunkturen bringen entsprechend dem gesteigerten Kreditbedarf, der hauptsächlich durch Bankkredit befriedigt wird, einen entsprechenden Geldbedarf mit sich. Wenn entsprechend der zusätzlichen Kreditgeldschöpfung prozentual mehr Bar- und Girogeld erforderlich wird, dann ist diese Erscheinung sekundärer Art.

Die Geldflüssigkeit charakterisiert sich analog als ein Zurückfließen der Zahlungsmittel, die ihre Schuldigkeit getan haben und in den Bankkassen und auf den Bankkonti wieder zur Ruhe kommen, bis sie ein nächster Pulsschlag wieder in das Geäder der Wirtschaft treibt.

2. Charakteristik des Kreditbedarfs.

Wir möchten nicht zu der Auffassung Anlaß geben, als hielten wir dafür, oder es wäre — objektiv gesprochen — mit der Frage der Geldzirkulation das Geldmarktproblem irgendwie gelöst. Eine Meinung, die erstens entstehen könnte auf Grund der Bezeichnung „Geld"markt im Wortsinn, zweitens aus unserer besonderen Betonung geldtechnischer Momente. Am Geldmarkt wird natürlich nicht Geld gehandelt, sondern Kredit. Aber die Tatsache, daß dank der oben gekennzeichneten Eigenart des Geldumlaufs einmal Geld flüssig, dann wieder knapp ist, legt die Vermutung nahe, daß das Geld in seinem Verwendungsstreben den Kreditmarkt so oder so berührt,

[3]) Die Wirtschaftskurve 1926 I, S. 55.

je nachdem es entbehrlich ist (zwischen den Terminen) oder knapp ist (zu den Terminen). Die Komplikation von Geld- und Kreditbedarf an einem Termin wird sich bei jedem Geldmarktsatz finden, jeder Satz wird von dem termingebundenen Zahlungsdienst mehr oder minder berührt und um so intensiver beeinflußt, je mehr sich der Zeitfaktor der Kreditdimension der Größe Eins nähert, je kürzer also die Frist wird, für welche man kreditiert. Je längerfristig eine Zinsrate, desto mehr überwiegt der Kreditcharakter, je kürzerfristig eine Zinsrate, desto mehr tritt das Geldelement in den Vordergrund. Und in dieser Erkenntnis liegt auch die Rechtfertigung einer geldmäßigen Betrachtungsweise des Geldmarkts, der doch seinem Wesen nach Kreditmarkt ist.

Welches sind die Kräfte, die den unterschiedlichen Kreditbedarf bestimmen und damit der allgemeinen Geldmarkttendenz die Richtung weisen. Auch der Kreditbedarf steht ähnlich dem Geldbedarf in kausalem Zusammenhang mit dem dynamischen Ablauf des Wirtschaftslebens. Und doch in anderer Art. Während das Geld — namentlich das Buchgeld — in kürzester Zeit wieder an den Markt zurückkehrt, außerdem in der steigerungsfähigen Umlaufsgeschwindigkeit ein Regulativ findet, das dem geänderten Bedarf Rechnung zu tragen vermag, gilt ein gleiches von den Krediten nicht oder besser: von diesen um so weniger, je längerfristig sie sind. Doch sind die kürzesten Geldmarktfristen dem Gelde verwandt, soweit sie in kürzester Zeit ablaufen und dem Markt entnommene Kredite diesem wieder zuführen, während nach einer zu einem besonderen Termin forcierten Entnahme langfristigen Kredits erst nach entsprechend längerer Zeit der Geldmarkt flüssig gestaltet wird. Es kann daher der Geldbedarf und kürzestfristige Kreditbedarf nie in dem Maß steigen, wie der längerfristige Kreditbedarf, wenn etwa Saison- und Konjunkturansprüche den Markt erheblich belasten. Geldtechnisch führen Jahreszeiten und Konjunkturen zu einer Ausdehnung des Kanalsystems, in dem das Geld üblicherweise zu verlaufen pflegt. Es wird mehr Geld absorbiert, ebenso viel mehr, als ein Plus an Geld- und Kreditansprüchen auftritt. Daß mehr Kredite und zwar längerfristige Kredite etwa am Herbsttermin genommen werden, ist geldtechnisch nicht so relevant, wie es kredittheoretisch bedeutsam ist. Das Geld sammelt sich in kurzer Zeit wieder in dem Reservoir des Geldmarkts, nur ist jetzt das, was angeboten wird, nicht mehr Träger eines langfristigen Kredits, sondern einer kürzeren und immer kürzeren Frist. Es ist das, was jetzt angeboten wird, nur mehr auf kürzere Zeit entbehrlich, als es der Fall gewesen wäre, wenn kein saisonaler oder etwa konjunktureller Aufschwung gerade dies für längste Frist entbehrliche Geld absorbiert hätte. Und schließlich kann man sich bei einem überspannten konjunkturellen Hochschwung gedanklich vorstellen, daß das Geld überhaupt nicht mehr Kreditfunktion übernimmt, überhaupt nicht mehr am Geldmarkt erscheint, oder nur mehr für Augenblicke, um in fieberhafter Eile in den schwer arbeitenden Wirtschaftskörper zurückzupulsieren. Diese Konstruktion wird in concreto längst von der Krise vorweggenommen.

Am Termin selbst ist natürlich Geldbedarf gleich Kreditbedarf, da Kredit nicht anders als in der Geldform gehandelt wird. Während aber die Kredite erst nach längerer Zeit, etwa nach zwei oder drei Monaten zurückbezahlt werden und damit den Markt erleichtern — nämlich den besonderen Markt für längerfristigen Kredit — kehrt das Geld oft schon nach wenigen Tagen an den Markt zurück, kann hier wegen des großen Eigenbedarfs der

Anbieter nicht auf lange Frist angelegt werden, sondern nur auf kurze — etwa als tägliches Geld.

Während so auf der einen Seite erhebliche Kreditmengen auf längere Frist dem Geldmarkt entzogen werden, fließen auf der anderen natürlich in einem fortlaufenden Prozeß der Spartätigkeit neue Mittel zu, die aber nicht annähernd ausreichen, um die akute Mehrnachfrage zu befriedigen, da sich die Spartätigkeit sehr allmählich hinzieht, anderseits die Reserven der Banken und Unternehmungen wegen des gesteigerten Eigenbedarfs zurückgezogen und dem Geldmarkt entnommen werden. Dies gilt bezüglich des Saison- und Konjunkturbedarfs. Über die Geldmarktlage am Quartals- und Jahresultimotermin ist zu sagen, daß hier wohl auch einer rasch und intensiv ansteigenden Nachfrage vor Termin nicht das entsprechend große Angebot gegenübertritt, daß hier aber die Erleichterung in kürzerem Zeitraum nach Termin erfolgen kann, wenn das zirkulierende Geld wieder zur Ruhe gekommen und an den Markt gelangt ist und nun von den Sparern, die am Termin größere Einkommen bezogen haben, angelegt wird — in der Regel auf längere Frist. Dazu kommt das Angebot der Unternehmer, die nach Termin über größere Geldmengen verfügen, die sie erst an einem späteren Termin, etwa am nächstfolgenden Quartalstermin, wieder benötigen und deshalb vorläufig auf längere Frist dem Geldmarkt zuführen.

Welches ist nun eigentlich der Zweck der Kreditnachfrage. Wir behandeln der Reihe nach drei Typen des Kredit- bzw. Geldbedarfs.

An einem Quartalstermin werden beispielsweise größere Zinsverpflichtungen fällig. Die Unternehmer — Unternehmer ist für uns synonym für produzierende Wirtschaft einschließlich Handel usw. — die im Laufe des vergangenen Quartals Betriebsreserven angelegt haben oder Restbestände des Unternehmungskapitals, haben diese Anlagen so befristet, daß sie zum Quartalstermin fällig werden, um hier wegen der Zinsverpflichtungen über das Geld verfügen zu können. Die Anlagen sind in der Regel solche im Wege des Wechselkredits. Dieser Entzug an Wechselkredit zum Quartalstermin steigert die Diskontsätze. Ursache ist der Geldbedarf der Unternehmer gleichbedeutend mit einem Kreditentzug. Dazu tritt aber noch mit seiner zinssteigernden Wirkung der Kreditbedarf derjenigen Unternehmer, die über Eigenkapital in der flüssigen Geldform oder über Betriebsreserven nicht verfügen und ihre Zinsverpflichtungen mit Kredit abgelten müssen. Sie bieten Wechsel zum Diskont, bzw. nehmen Bankkredit in Anspruch (und belasten so auf dem Umweg über ihre Bank den Geldmarkt ebenfalls). Die Kreditknappheit am Quartalstermin ist also veranlaßt durch Kreditentzug (gleichbedeutend mit Geldbedarf) und Kreditaufnahme. Beide Erscheinungen führen zur Steigerung der Diskontsätze. Nach dem Termin verfügen die Unternehmer, die den Kredit entzogen haben, allmählich wieder über Geld, das sie fruchtbringend bis zum nächsten größeren Zahlungstermin anlegen, womit sie den Geldmarkt erleichtern. Gleichzeitig sind auch die Unternehmer, die Kredit entnommen haben, in der Lage, dank der allmählichen Neueingänge den Kredit zurückzugeben. Sie erleichtern den Geldmarkt.

Die saisonalen Veränderungen des Kreditbedarfs. Nach der Winterruhe und mit beginnender Felderbestellung treten die Ansprüche der Landwirtschaft direkt oder durch die Banken, Genossenschaften usw. an den Markt. Landwirte, die noch aus dem Ernteverkauf über flüssiges Geld verfügen und dies in Interimsanlagen gegeben haben, kündigen diese oder haben —

beim Wechselkredit — die Fristen so gestellt, daß sie im Bedarfsfalle über das Geld verfügen. Gleichzeitig nehmen die Landwirte, die ihre Ersparnisse und Reserven aufgebraucht haben, Kredit bis zur nächsten Ernte in Anspruch. Ähnliches gilt von den Bauunternehmern, die mit beginnender Bautätigkeit an den Markt herantreten, von den Getreidehandelsfirmen, die zum Ankauf der Ernte im Herbst Geld zurückrufen oder aufnehmen, vom Außenhandel, der die Eindeckung mit Winterbedarf im Herbst zu finanzieren hat.

In der ansteigenden Konjunktur vollends tritt eine besondere Belastung des Geldmarktes auf, da das nunmehr zusätzlich produzierte Realkapital — wie wir später noch sehen werden — vorläufig mit Geldmarktmitteln hergestellt wird und den Geldmarkt im Verein mit erhöhten Warenumsätzen in steigendem Umfang in Anspruch nimmt.

Bei diesen drei kurz skizzierten Typen des Kreditbedarfs handelt es sich immer um Kredit auf einige Monate. Denn der Unternehmer, der etwa zum Zwecke der quartalsgebundenen Zinszahlungen Kredit in Anspruch nimmt, verfügt nicht schon nach einigen Tagen wieder über soviel Einzahlungen, daß er damit die großen Ausgaben für den Zinsendienst zu decken vermöchte — in diesem Fall könnte er sich etwa mit Tagesgeld begnügen. Er kann wohl auch noch nicht erwarten, in einem Monat soviel Geld in Kassa oder am Konto zu haben — in diesem Fall wäre ihm schon mit Monatsgeld geholfen. Er muß vielmehr annehmen, daß erst im Lauf etwa zweier Monate oder des nächsten Vierteljahrs eine den Quartalsverpflichtungen entsprechende Summe sich ansammelt. Es ist ihm mit Tages- oder Monatsgeld nicht gedient und er muß zu einem Kreditinstrument greifen, das einen Kredit über diese kurzen Termine hinaus eröffnet, zum Wechselkredit. Deshalb werden die Diskontsätze von den Quartalsterminen intensiv erfaßt, während die monatlichen Anspannungen des Zahlungsdienstes nahezu spurlos — gemessen an jenen erheblichen Zinserhöhungen — an ihnen vorübergehen. Die monatlichen Anspannungen machen sich dafür besonders im Satz des Monats- und Tagesgeldes bemerkbar.

Dazu kommen — und dies ist sehr wichtig — die Gepflogenheiten des Handelsverkehrs, die immer dann, wenn ein regerer Warenumsatz einsetzt, die Diskontsätze steigern. Dies deshalb, weil es im Handel üblich ist, dem Käufer einer Ware ein Ziel zu setzen für die Bezahlung. Der Käufer, selbst wieder ein Händler — setzt die gekaufte Ware nicht sogleich ab, sondern erst allmählich. Wenn er nun nicht über genügend Eigenkapital verfügt, zieht der Großverkäufer auf ihn einen Wechsel. Der Kleinverkäufer bezahlt den Grossisten mit einem Wechsel von einer Laufzeit von 2—3 Monaten. Da aber der Großverkäufer selbst Zahlungen zu leisten hat, bietet er den Wechsel einer Bank zur Diskontierung an und gibt ihn auf diesem Weg in den Geldmarkt, um zu flüssigem Geld zu gelangen, auf das er Wert legt. Deshalb führt ein gesteigerter Warenverkehr — namentlich im Herbst — stets zu einer Steigerung der Diskontsätze. Der Wechselkredit dient hier der zeitlichen Marktverbindung. Er überbrückt die Kluft zwischen Wareneinkauf und dem allmählichen Verschleiß. Er ist antizipiertes Einkommen.

Im Lauf des Winterquartals werden dann in der Regel die im Herbst gekauften Waren abgesetzt, so daß Kredit wieder frei wird und zwar im selben Umfang gleichzeitig, wie er in Anspruch genommen wurde. Es tritt also schon im Lauf des Winterquartals eine Erholung des Geldmarkts von

dem übermäßigen herbstlichen Saisonanspruch ein, die allerdings illusorisch wird durch den unmittelbar folgenden Anspruch zum Jahresschluß. Nach Jahresultimo jedoch wird die Erholung endgültig. Kredite fließen zurück, es sammeln sich Betriebsreserven, bis ein neuer Quartalstermin und das mit Erwachen der Natur reger pulsierende Wirtschaftsleben größere Kreditmengen aufsaugt. Eine Theorie des Geldmarkts ist also nicht frei von Dramatik.

Die Kurve der führenden Diskontsätze kennzeichnet sich als das Produkt quartaler, jahreszeitlicher und konjunktureller Kredit- und Geldbedürftigkeit. Wenn die Kurve steigt, dann bewirkt immer ein Zusammentreffen von Kreditentzug und Kreditbedarf diesen Tatbestand. Ein abnehmendes Angebot trifft sich mit einer steigenden Nachfrage. Umgekehrt stürzen die Sätze unter dem Eindruck umfangreicher, gleichzeitiger Rückflüsse, zusammen mit einer schleppenden Nachfrage. Es findet zwar beständig ein gewisser Ausgleich derart statt, daß ein Teil der Wirtschaft kreditbedürftig ist, während der andere diesen Bedürfnissen zu genügen vermag wegen eines zeitlichen Auseinanderfallens der Aktivität in den einzelnen Branchen. Aber zu bestimmten Punkten und Perioden im dynamischen Wirtschaftsablauf treten gleichzeitig erhebliche Ansprüche auf, denen Zeiten der Stagnation folgen. Nachdem hier die termin- und saisonbedingten Gründe des Kreditbedarfs gekennzeichnet sind, welche die allgemeine Geldmarkttendenz angeben, und auf die führenden Geldmarktsätze, den Status der Reichsbank und der Privatbanken so oder so wirken, werden nun noch die konjunkturellen Zinsbestimmungsgründe näher zu behandeln sein, in deren Darstellung wir auf die schon zitierte Arbeit G. Halms zurückgreifen. Dem Spekulationskreditbedarf wird ein eigener Abschnitt gewidmet sein.

Der Grund für das starke Auf und Ab der Geldmarktsätze (Repräsentant ist der Privatdiskont) liegt darin, daß einerseits die gesamte Kaufkraft, die einer kapitalmäßigen Anlage fähig wäre, am Kapitalmarkt aber vorläufig nicht benötigt wird, am Geldmarkt, dem Markt der kurzen Fristen, Unterkunft sucht und hier in Zeiten wirtschaftlicher Depression, die eine geringe Neubildung realen Kapitals aufweist, den Geldmarktsatz drückt. Zum anderen wird das reale Kapital vorläufig mit Mitteln vom Geldmarkt produziert und dann von Mitteln übernommen, die langfristig angelegt werden können. Wenn nun bei hochgehender Konjunktur sehr viel reales Kapital hergestellt wird, dann wird der Geldmarkt ganz besonders angespannt, da einerseits die Bildung von Geldkapital durch den Sparprozeß nicht in demselben Maß fortschreitet, in dem reales Kapital hergestellt wurde. Es können deshalb dem Geldmarkt die ihm vorläufig entzogenen Mittel nicht voll rückerstattet werden, so daß der Geldmarkt zwangsweise länger warten muß, als der Natur seiner Mittel entspricht, und weil anderseits das entwertete reale Kapital kein Geldkapital findet, welches das Warten übernehmen könnte und daher ebenfalls dem Geldmarkt dauernd zur Last fällt. Da es nun einmal mit Geldmarktmitteln produziert wurde, ist der Geldmarkt der Leidtragende. Daher ein besonderes Ansteigen der Geldmarktsätze in der Hochkonjunktur. Die Kapitalmarktsätze bleiben relativ stabil, weil die Anpassung an die jeweilige Wirtschaftstendenz (Konjunktur—Depression) vom Geldmarkt hergestellt wird. Da sich alles verfügbare Kapital am Geldmarkt sammelt und bei Bedarf vom Geldmarkt wieder genommen wird, machen sich Änderungen des Kapitalangebots und Kapitalbedarfs zuerst am Geldmarkt bemerkbar.

Es ist noch zu fragen, wie eine geringe Kreditnachfrage auf die gesamte Geldmarktstruktur und namentlich auf die kürzer- und kürzestfristigen Geldmarktsätze wirkt. Ein bei Theoretikern verbreiteter Irrtum ist der, daß es einen Überfluß am Geldmarkt nicht geben kann. Wie überhaupt die Annahme von der Unbegrenztheit der Nachfrage, auch der nach Gütern, eine Fiktion darstellt, welche die Tür zu jedem Verständnis für das Wesen der Konjunktur und Krise zu verschließen geeignet ist. Denn die Krise besteht ja gerade in der zeitweiligen Disproportionalität von Produktion und Konsumtion, in einer Unorientiertheit der Produktion an der geldeinkommensmäßig begrenzten Nachfrage. Die Möglichkeit eines Überflusses am Geldmarkt kann nicht bestritten werden. Wenn am Geldmarkt Überfluß herrschte, so sagt man, dann müßte der Zinssatz auf Null sinken. Es tritt aber in Wirklichkeit regelmäßig eine solche Fülle am Geldmarkt auf, die sich immer in einem sehr reichlichen Angebot bei den kurz- und kürzestbefristeten Geldmarktsätzen äußert. Bei einem Darniederliegen der Produktion wird Kapital und Geld für längere und kürzere Fristen in geringerem Maße nachgefragt und Geldflüssigkeit allein ist nicht Anreiz genug zur Ausdehnung der Produktion. Wenn der Zins nicht auf Null sinkt, dann ist eine Ursache die, daß die Geldgeber ihr Geld lieber nicht verleihen, als umsonst und durch dies ihr Verhalten schaffen sie immer eine gewisse Knappheit künstlich. Aus Mangel an Nachfrage verschwindet das Angebot vom Markt.

So sehr die Dauerbetrachtung der statischen Theorie die Verhältnisse am Kapitalmarkt zu durchleuchten vermag, da hier infolge der längeren Fristen die wirksamen Kräfte auch Zeit haben sich auszuwirken, so ist ihre Anwendbarkeit auf den Geldmarkt wegen der kurzen Fristen und der sich ständig kreuzenden Tendenzen sehr beschränkt.

Jeder zeitweise Kapitalüberfluß äußert sich in einer Überfüllung gerade der kürzestbefristeten Geldmarktsätze, die dann den tiefsten Stand erreichen und es kommt vor, daß sogar der Privatdiskont vor dem Versinken ins Nichts nur durch nominelle[1]) Notierung bewahrt wird. Im Stand des Kapitalmarktsatzes macht sich ein solcher Überfluß nicht geltend. Denn die Anpassung an den größeren oder geringeren Kreditbedarf besorgt ja der Geldmarkt, wie wir wissen. Dies das eine. Zum andern ist die Kalkulation am Kapitalmarkt eine verschiedene, sie ist mehr auf die Dauer der Kreditierung gerichtet und sieht von Augenblicksverhältnissen mehr ab, als etwa am Geldmarkt. Am meisten wird von solchen momentanen Zuständen das tägliche Geld berührt. Je kürzer die Frist, desto reagibler der Zins. Wenn Geld am Kapitalmarkt keine Unterkunft findet und auch nicht zu den längerfristigen Geldmarktsätzen, dann sucht es wenigstens als tägliches Geld Anlage. Deshalb drängt sich hier in Zeiten wirtschaftlicher Depression das Angebot. Die Börsenberichte der Tageszeitungen bringen immer wieder solche Hinweise auf Unanbringlichkeit von Geld zu kürzesten Fristen. Es kann sich auch eine Differenzierung ergeben derart, daß größere Posten von angebotenem Geld einen niedrigeren Satz bedingen oder überhaupt nicht anbringlich sind, während kleinere Beträge genommen werden. Der „Wirtschaftsdienst"[2]) schreibt: „Der Satz für tägliches Geld sank auf 3—5 %; selbst zu diesen Sätzen waren größere Posten nicht zu plazieren". Oder[3]):

---

[1]) Der Privatdiskont, meist nominell, wurde . . ." Wirtschaftsdienst 1927/3 S. 109.
[2]) 1927, Heft 2 S. 72.
[3]) 1927, Heft 4 S. 194.

„Der Geldsatz war 2½—4½%; doch war Geld in großen Posten nicht unterzubringen, wie die Höhe der Giroguthaben bei der Reichsbank zeigt."

Es sammeln sich in Zeiten wirtschaftlicher Stagnation bei den kürzesten Geldmarktsätzen Mittel an, die ihrem Wesen nach zu langfristiger Anlage geeignet sind und in eine solche Anlage drängen und nur den Augenblick erwarten, der sie wieder in Engagements von längerer Dauer führt.

Wir fassen zusammen: An den Quartalsterminen, gegen Sommer, im Herbst, vor Jahresultimo und in den Hochkonjunkturen steigt der Geld- und Kreditbedarf der Wirtschaft, was sich in einem Steigen der führenden Geldmarktsätze äußert. Das Angebot sinkt, da die Unternehmer vorläufig angelegtes Geld entsprechend dem steigenden Eigenbedarf dem Geldmarkt entziehen, das Angebot nimmt erst nach der Entspannung wieder zu, da jetzt neue Spareinlagen und Reserven dem Markt zugeführt werden. Die Nachfrage steigt infolge des erhöhten Kreditbedarfs solcher Unternehmer, die nicht über entsprechendes Betriebskapital verfügen. Sie erstatten erst nach erfolgter Entspannung dem Markt die entnommenen Kredite zurück. In Zeiten wirtschaftlicher Depression macht sich eine Überfüllung des Marktes bemerkbar, die sich besonders in einem Sturz der kürzestfristigen Zinssätze äußert, da sich das verfügbare Geld wenigstens um kürzestfristige Anlage bemüht.

B. Besonderer Teil.

I. Der Geldmarkt im börsentechnischen Sinn und sein Material.

Der Geldmarkt ist — im Gegensatz zum Kapitalmarkt — der Markt, an dem kurzfristig und vorläufig entbehrliches Geld angeboten wird und an dem Geld nachgefragt wird, zu Zwecken, die nur kurzfristiges Geld bedingen oder mit vorläufig kurzfristig aufgenommenem Geld erfüllt werden können. Der Geldmarkt in diesem Sinn umfaßt also das an der Börse gehandelte Geld (den Geldmarkt im börsentechnischen Sinn) und die mehr oder minder monopolistischen Sätze der Reichsbank (Diskont-, Lombardsatz) und der Privatbanken (Kontokorrent-, Akzeptsatz...).

Geldgeber und teilweise auch Geldnehmer an der Börse sind hauptsächlich Banken; Notenbanken und Privatbanken, daneben die staatlichen und kommunalen Kassen, genossenschaftliche Zentralkassen, Sparkassen, Versicherungsgesellschaften, große Handels- und Industriefirmen, Privatkapitalisten, Spekulanten[1]). Die Börse ist aber streng genommen nicht die Stelle, an der sich der letzte Ausgleich von Geldangebot und Geldbedarf vollzieht, da ja die Banken nicht nur Kredit vermitteln, sondern neben dieser Funktion auch noch in bestimmtem, früher gekennzeichnetem Umfang selbstständig Kaufkraft schaffen. Dies gilt für die Privatbanken und ganz besonders für die Reichsbank, die durch ihre Tätigkeit beständig den Geldmarkt erweitert oder verengt. Wenn man also von der Geldschöpfungsmöglichkeit der Reichsbank absieht und annimmt, daß die Geldschöpfungsmöglichkeiten der Privatbanken voll ausgenützt sind, dann kann man der Börse die Funktion des Spitzenausgleichs zuschreiben. Sie ist von dieser Funktion um so weiter entfernt, je größer der Spielraum der Kreditierungsmöglichkeiten der Banken augenblicklich ist und nähert sich ihr umsomehr, je kleiner der Spielraum der Banken wird, also in Zeiten großen Geldbedarfs. Im übrigen sind die Banken jederzeit bestrebt, Kreditierungsmöglichkeiten bestens auszunützen.

---

1) W. Prion, Das deutsche Wechseldiskontgeschäft 1907 S. 1ff.

Was sind es nun für Mittel, die an der Börse gehandelt werden. Hahn[2]) schreibt, „Auf den Geldmärkten wird der kreditierte Betrag in letzter Linie lediglich in Form von Giroguthaben oder Noten zur Verfügung gestellt". Er spricht dann weiter davon, daß am Geldmarkt auch noch sogenannte Stundungen gehandelt werden. Das heißt, es wird nicht nur Reichsbankgeld, als das liquideste Zahlungsmittel in Form von Giroguthaben und Noten, unmittelbar verlangt, sondern es werden auch Ansprüche auf Reichsbankgeld gehandelt (Stundungen), die erst in einiger Zeit fällig werden. Er sagt wohl Stundung, um den Ausdruck Kreditgeld (oder Überweisungsgeld nach Hahns Terminologie) vermeiden zu können und um nicht in die Gefahr zu kommen, seine Definition, wonach Gegenstand des Geldmarkts das Reichsbankgeld und Gegenstand des Kapitalmarkts das Überweisungsgeld sei, korrigieren zu müssen. Wenn sich nun in der Praxis ergibt, daß am Geldmarkt doch noch etwas anderes als Marktobjekt auftritt außer Reichsbankgeld, was Hahn ja zugibt, dann ist dies nach ihm nur eine Stundung von Reichsbankgeld, die übrigens geldmarkttheoretisch indifferent sein soll[3]).

Was kann nun zwischen Stundung und Kreditgeld formal für ein Unterschied sein. Stundung ist ein Anspruch auf Reichsbankgeld, auch Kreditgeld ist ein Anspruch auf Reichsbankgeld. Weil aber eine Menge solcher Ansprüche nicht geltend gemacht wird, sondern geldtheoretisch gesehen Geldfunktion übernimmt und neben dem Reichsbankgeld Zahlungen vermittelt, ist man berechtigt, von Kreditgeld zu sprechen und dies gilt ebenso für die „Stundung" wie für die Banküberweisung und den Verrechnungsscheck. Alle diese Geldarten entstehen durch Verbuchungen und erledigen sich durch Gegenbuchungen und Saldierungen. Wenn wir also erkannt haben, daß das Kreditgeld Reichsbankgeld zu ersetzen geeignet ist und neben das Reichsbankgeld tritt, so kann es unmöglich geldmarkttheoretisch irrelevant sein, um so weniger irrelevant, als ein großer Teil aller Zahlungen, namentlich zur Erledigung von Effektenumsätzen rein buchmäßig erfolgt. Wenn man sich vorstellt, daß die buchmäßigen Zahlungen nicht möglich wären und zu jeder Zahlung Reichsbankgeld benötigt würde, dann wäre die jedesmalige Geldknappheit am Markt eine grenzenlose. Wenn man sich vorstellt, daß bei jedem Prolongationsgeschäft, durch das eine Bank in das Engagement der anderen, ein Spekulant in das des andern eintritt, Reichsbankgeld übertragen werden müßte, dann wäre dem Börsengeschäft wegen der ungeheuren Ansprüche an den Geldmarkt und der daraus resultierenden Zinssätze, jede Entfaltungsmöglichkeit genommen. Kreditgeld kann also für den Geldmarkt nicht bedeutungslos sein. Es ist wohl richtig, daß es einer Bank, die z. B. tägliches Geld von einer anderen nimmt, nicht auf das Geld in seiner formalen Qualität, nicht darauf ankommt, über Kreditgeld zu verfügen, sondern, wie Hahn[4]) richtig sagt, auf das Bestehen oder Fortbestehen eines Kreditverhältnisses. Dies könnte aber nicht in dem Maß bewirkt werden, wenn das Entstehen oder Fortbestehen eines Kreditverhältnisses an die Übertragung von Reichsbankgeld geknüpft wäre. Es müssen also die Banken einen Spielraum der Geldschöpfung haben, der über das Maß des verfügbaren Reichsbankgeldes hinausgeht, wenn sie alle die Kreditgeschäfte abschließen wollen,

---

[2]) a. a. O. Zur Theorie des Geldmarkts.
[3]) dgl. S. 297.
[4]) a. a. O. Volkswirtschaftliche Theorie . . . . S, 23.

die sie tatsächlich abschließen. Übrigens scheint Hahn[5]) heute selbst der Meinung zu sein, daß die kreditgeldmäßigen Kreditierungen für den Geldmarkt von Bedeutung sind, wenn er schreibt: „Die Krediteinräumungen zu Zwecken des Effektenkaufs bedingen . . . keine Anforderungen an den Geldmarkt, weil sich im wesentlichen alles ohne Inbewegungsetzung von baren Mitteln abspielt. Daher die selbstverständliche, aber immer wieder zu Staunen Anlaß gebende Erscheinung, daß auch starke Steigerungen der Engagements auf den Geldmarkt eindruckslos verlaufen und mit keiner Belastung der Zentralbank, sondern eher mit einer weiteren Entlastung (sic.!) einhergehen." Die durch Kreditgeld erledigten Geldmarktgeschäfte erweitern also den Geldmarkt und machen überdies Reichsbankgeld entbehrlich. Um so unverständlicher ist es, daß Hahn immer noch den Geldmarkt mit dem Markt für Reichsbankgeld zu identifizieren versucht, wie aus dem vorstehenden Zitat hervorgeht, obwohl er die Bedeutsamkeit des Kreditgeldes für den Geldmarkt zugibt. Er wird doch nicht etwa den Teil des Börsengeldmarkts, an dem die Börsenkredite der Banken in die Erscheinung treten (z. B. tägliches Geld, Monatsgeld, Reportgeld) zum Kapitalmarkt rechnen wollen.

Hahn hat aus seiner Begriffsscheidung, daß Marktobjekt des Geldmarkts Reichsbankgeld, Marktobjekt des Kapitalmarkts der Privatbankkredit sei, die Konsequenz gezogen, „daß Privatbankkredite den Geldmarkt verknappen, da sie an ihn zwecks Erlangung desjenigen ratierlichen Anteils der Kredite herantreten müssen, die in Reichsbankgeld auszuzahlen sind"[6]). Eine Auffassung, die er heute nicht mehr in dieser Allgemeinheit aufrecht zu erhalten, sondern so zu modifizieren scheint, daß Privatbankkredite den Geldmarkt verknappen, w e n n sie an ihn mit Reichsbankgeldansprüchen herantreten müssen. Die Börsenkreditnachfrage verknappt den Geldmarkt nach Hahn also nicht, da für sie diese Bedingung nicht zutrifft. Dieses Problem wird noch besonders behandelt.

Der Bankkredit als solcher bedeutet für den Geldmarkt zunächst noch gar nichts. Entscheidend ist nur, wie er in Wirksamkeit treten kann, welche F o r m von Geld er anzunehmen vermag. Ist es möglich, den Kredit flüssig zu machen durch Umbuchung und Verrechnungsscheck, also durch Kreditgeld, dann wird das in der Wirtschaft wirksame Geldquantum vermehrt. Es besteht die geldtechnische Möglichkeit einer Erweiterung des Geldmarktes; kann der Kredit aber nur durch Hingabe von Reichsbankgeld wirksam werden, dann erfolgt eine Verknappung des Geldmarkts, da die kreditierende Bank sich nicht ihres autonom zu schaffenden Kreditgeldes bedienen kann, sondern aus dem volkswirtschaftlichen Vorrat an Reichsbankgeld einen entsprechenden Anteil anzufordern gezwungen ist.

Der Bankkredit wirkt also, wenn er effektiv wird, beispielsweise derart, daß er anfänglich, solange nämlich die Unternehmer sich seiner bedienen zur Anschaffung von Produktionsmitteln oder zum Warenumschlag im Großen, in der Kreditgeld- oder Scheckform zirkuliert und die Geldmarktmittel ergänzt, daß er sich aber später mehr und mehr in Arbeitseinkommen verwandelt und gegen Bargeld umgetauscht werden muß und daher Ansprüche an den Geldmarkt stellt. Der Bankkredit verknappt den Geldmarkt auch — auf die Dauer gesehen —, sobald er die Form einer Reichsbanküber-

---

[5]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung; J. f. K. 1926, Ergänzungsheft 4 S. 56.

[6]) a. a. O. Zur Theorie des Geldmarkts, S. 312.

weisung annehmen muß. Wollen wir nur einen Kreditschöpfungsakt in Betracht ziehen und dessen weitere Entwicklung im zyklischen Ablauf rein chronologisch verfolgen, dann kämen wir zu der Feststellung, daß eine Buchgeldschaffung auf die Dauer überhaupt unmöglich ist. Denn die Kaufkraft jeden Bankkredits nimmt auf dem Weg über Unternehmer — Arbeiter, bzw. Unternehmer — Produktionsmittelproduzent — Arbeiter, bzw. Unternehmer — Kapitalist — Unternehmer — Arbeiter — usf. nahezu restlos irgend einmal die Form des Arbeitseinkommens an und würde als solches Bargeld verlangen. Da aber gleichzeitig dauernd verschiedene solche Geldzyklen im Ablauf sind und zwar in verschiedenen Stadien, verschiedenen Graden der Reife, deshalb ist eine dauernde Verwendung von Buchgeld denkbar, da das Buchgeld den einen schon fortgeschrittenen Entwicklungsgang verläßt und in einen anderen übergeht, der noch in einem früheren Stadium des zyklischen Ablaufs steht. Wenn aber gleichzeitig in einer bestimmten Zeit mehrere Gänge zusätzlich zu laufen beginnen, wie etwa in der Konjunktur, dann muß sich auch gleichzeitig ein entsprechend höherer Bargeldbedarf fühlbar machen.

Bankkredit erleichtert den Geldmarkt bis sein Umfang die Grenzen der Kaufkraftschöpfungsmöglichkeit, die durch die geldtechnischen Anforderungen an Bar- bzw. Reichsbankgeld bestimmt ist, erreicht hat, von da ab verknappt er ihn.

Durch diese Auseinandersetzungen über die Form der Geldmarktmittel darf über die materielle Seite kein Zweifel entstehen. Was am Geldmarkt gehandelt wird, ist natürlich nicht wesentlich diese oder jene Art von Geld, sondern es ist Kredit. Die Geldform ist nur maßgebend für die Erweiterungsfähigkeit des Angebots am Geldmarkt. Geld ist aber nicht das, was gehandelt wird. Bei Hahn gehen immer kreditliche und geldliche Vorstellungen ineinander über. Teils wird nach ihm am Geldmarkt Reichsbankgeld gehandelt, der Geldmarkt hat in diesem Betracht offenbar lediglich dem Geldbedarf, nicht dem Kreditbedarf zu genügen. Teils werden Stundungen gehandelt, die materiell einwandfrei Kredit darstellen, was Hahn wohl auch anzunehmen scheint und was auch wir nicht anstehen zuzugeben, wenngleich wir uns im vorstehenden dagegen wehren mußten, daß Hahn diesen sogenannten Stundungen die Geldqualität absprechen will.

Selbst wenn man annehmen wollte, daß am Geldmarkt nur Reichsbankgeld gehandelt wird, wobei es den Geldnehmern, um das Geld als solches zu tun wäre, so ist nicht ersichtlich, weshalb die Geldnehmer dieses Geld auf zwei, drei oder mehrere Monate nehmen, wenn sie nur Geld und nicht Kredit brauchten, wenn sie nur das Zahlungsmittel und nicht das Warten, das durch das Zahlungsmittel dargestellt ist, nachfragen müßten. Wenn der Kreditbedürftige das Geld erhalten hat, dann verwendet er es sogleich zu Zahlungen, das Geld kommt in den Verkehr und sammelt sich in kurzer Zeit wieder in den Kassen der Banken, wo es jederzeit wieder entlehnt werden könnte, so daß lange Leihfristen gar keinen Sinn hätten. Wenn es nicht dem Kreditbedürftigen auf den Kredit als solchen ankäme, wenn es ihm nicht darum zu tun wäre, privatwirtschaftlich die Zeitspanne zu überbrücken, die besteht zwischen einer eigenen Zahlungsverpflichtung und einem sehr späten Eingang einer entsprechenden Leistung, auf die er Anspruch hat oder die er erwartet. Die Komplikation liegt natürlich darin, daß zwar wesentlich das Warten nachgefragt wird, dieses Warten aber nur in der Geldform erhältlich ist. Es könnte also den Anschein erwecken, als würde

wesentlich Geld nachgefragt, wo es doch wesentlich auf den Kredit, auf das Warten ankommt, das durch Geld repräsentiert wird. Das Geld ist aber doch nur die eine Dimension und nicht einmal die entscheidende, da ja das Geld sehr wohl entbehrt werden kann, wenn eine Verfügungsmacht über Güter und Dienstleistungen für kürzere oder längere Frist erworben werden soll. Das Geld ist nur Mittel.

I. Die Zinssätze am Geldmarkt, ihre Preisbestimmungsgründe und funktionellen Beziehungen.

Am Geldmarkt der Börse hat man es zu tun mit einer Reihe von Kreditgeschäften mit verschiedenem Zwecke des Abschlusses, verschiedener Kreditsicherung, verschiedener Fristigkeit, mit unterschiedlichen Momenten anderer Art. Bei der ausreichenden Bank- und Börsenliteratur[1]), welche die technische Seite des Problems zum Inhalt hat, kann auf Einzelheiten verzichtet werden, namentlich auf solche, die nur örtlichen oder zeitlichen Charakter tragen, wir beschränken uns darauf, bestimmte markante Typen herauszustellen und sie auf ihr Wesen und auf gewisse Gesetzmäßigkeiten ihres Funktionierens hin zu betrachten. Eine scharfe Systematik, die auf Vollständigkeit Anspruch erheben wollte, begegnet bei der Kompliziertheit der Verhältnisse erheblichen Schwierigkeiten. Entsprechend den Verkehrsbedürfnissen ändern sich die Formen der Geldgeschäfte häufig. Die Erscheinungen sind sehr vielgestaltet und die Grenzen unsicher, die Verkehrsbedürfnisse und mit ihnen die Formen der Kreditinstrumente sind ständig im Fluß.

Es ist in erster Linie der reine Zins, der Zins in seiner Wesensform zu finden. Der konkrete Zins ist also von Elementen zu säubern, die ihm als Risikoprämie oder Dienstleistungsquote (Provision) u. ä. anhaften. Dann werden die Gründe zu bestimmen sein, die den Zinssatz am Geldmarkt grundlegend beeinflussen, der Kapitalmarktzins, gewisse strukturelle Besonderheiten des Geldmarkts als solchen und neben diesen mehr statischen Elementen werden die ausgesprochen dynamischen behandelt, die der allgemeinen Geldmarkttendenz die Richtung weisen, mit deren Feststellung die Preisbestimmungsgründe der führenden Geldmarktsätze, der Diskontsätze gefunden sind. Da im allgemeinen Teil diese allgemeine Geldmarkttendenz und die maßgebenden Kräfte eingehende Erörterung fanden, kann eine Verweisung genügen. Dagegen wird noch vom täglichen Geld zu sprechen sein, das des Kontrastes wegen dem Privatdiskont, als dem Repräsentanten der längerfristigen Geldmarktsätze gegenübergestellt wird, und das wegen seiner Amphibiennatur interessant ist, das einerseits einwandfrei Kredit darstellt, anderseits aber von dem Wechsel des Zahlungsmittelbedarfs aufs intensivste erfaßt wird. Doch wird zuvor das Monatsgeld, der mittelfristige Geldmarktsatz, und eine Variante desselben besprochen. Der Unterscheidungsgrund ist die Kreditfrist.

1. Risikoprämien, Dienstleistungsquoten u. ä.

Der Zins enthält in der Regel Bestandteile, die eine Prämie für das Risiko darstellen, das der Kreditgeber eingeht. Der Zins ist aber nicht, wie Hahn[2]) meint, „in seiner ganzen Größe Risikoprämie". Seine

[1]) z. B. F. Leitner, Das Bankgeschäft und seine Technik, Frankfurt 1912; neuer: Leidgebel-Ruge, Das Bankwesen in seinen praktischen und theoretischen Grundzügen, Berlin 1925 u. a.

[2]) a. a. O. Volkswirtschaftliche Theorie . . . S. 102.

Formulierung klingt übrigens härter, als ihrem Sinn entspricht. Denn an derselben Stelle sagt Hahn, der Zins sei das „Entgelt für den durch die Einräumung des Kredits verursachten Liquiditätsverlust". Liquiditätsverlust will sagen: Die Kreditierungsmöglichkeit der Banken ist beschränkt durch das Maß des verfügbaren Bargelds (geldliche Liquidität) und durch das Maß der Gutschriften, über die die Bank verfügt oder die sie zu erwarten hat (volkswirtschaftliche Liquidität). Die Kreditierungsmöglichkeit unterliegt also dem Prinzip der Knappheit. Die Knappheit bestimmt den Preis. Hahn bemüht sich nur um einen anderen Ausdruck, er kommt faktisch auf dieselbe Knappheit hinaus, die wir als preisbestimmend anzunehmen gewohnt sind. Wir halten seine Bezeichnung aber für unzweckmäßig deshalb, weil der Terminus Risikoprämie bereits in einem bestimmten anderen Sinn gebraucht wird, nämlich als Zuschlag zu dem auf Grund des Knappheitsprinzips zustande kommenden reinen Zins. Die Risikoprämie ist abgestuft nach dem Grund der Sicherheit des Schuldners oder gewisser Pfandgegenstände, also nach der Wahrscheinlichkeit, daß die erwarteten Rückzahlungen oder Überweisungen erfolgen. Es gibt Kredite von solch absoluter Sicherheit, daß eine Risikoprämie nicht berechnet zu werden braucht.

Nun zu den Zinssätzen des Geldmarkts. Man kann unterscheiden nach dem Grad der Sicherheit: Wechselkredit, Lombardkredit und Blankokredit. Eine unbedingte Gewähr dafür, daß nun etwa ein wechselmäßig gedeckter Kredit besser sei, als ein Blankokredit, besteht nicht. Doch trifft im allgemeinen diese Reihenfolge zu. Wegen der größeren juristischen Sicherheit, wegen der verschiedenen Unterschriften, wegen der Vorauszahlung[3]) des Zinses und der damit gegebenen Versicherung gegen ein Fallen desselben genießt der Wechselkredit am Geldmarkt das größte Vertrauen und enthält daher im Zins die geringste Risikoprämie. Unter den Wechseln gibt es natürlich wieder verschiedene Bonitätsklassen. An erster Stelle stehen die sogenannten Privatdiskonten, Wechsel, die auf die Großbanken ausgestellt oder von ihnen akzeptiert oder giriert sind. Ihnen gleich stehen die Wechsel erster Firmen, dann folgen die sogenannten Warenwechsel. Das Material, welches der Reichsbank vorgelegt wird, ist durchschnittlicher Qualität. Was die technischen Besonderheiten und Unterschiede des Wechselmaterials angeht, verweisen wir u. a. auf Prion, Das deutsche Wechseldiskontgeschäft[4]), ein Buch das allerdings schon einige Zeit vor dem Krieg geschrieben wurde. Neueres bringt z. B. auch Adolf Weber[5]). Eine besonders feine Durchbildung hat das Wechselmaterial am englischen Diskont- und Geldmarkt erfahren, der den differenziertesten Ansprüchen und Bedürfnissen Rechnung trägt bezüglich Qualität und Fristigkeit.

Die Lombardsätze enthalten eine höhere Quote für Risiko wegen der geringeren Sicherheit, die das oft starken Preisschwankungen unterworfene Pfandgut (hauptsächlich Effekten) gewährt, auch mit Rücksicht auf die Umständlichkeit einer Realisierung. Eine Verpfändung liegt den Sätzen für tägliches Geld und für Monatsgeld und deren Varianten zugrunde. Eine Abart stellt das Reportgeschäft dar, das juristisch ein Kauf, wirtschaftlich eine Verpfändung ist. Es bedingt die höchste Risikoprämie, da das reportierte Effekt zu seinem vollen Kurswert beliehen wird und da deshalb

[3]) Vorausbezahlte Zinsen sind höher, als nachträglich bezahlte. Ein weiterer Grund für den niedrigeren Zins, der aber nichts mit der Risikoprämie zu tun hat.

[4]) Leipzig 1907.

[5]) Depositen- und Spekulationsbanken 1921.

mit einer besonderen Verlustgefahr gerechnet werden muß. Dazu wird auch gelegentlich noch lombardmäßige Sicherheit verlangt, wodurch sich das Reportgeschäft dem reinen Lombardgeschäft nähert.

An der Börse sind Blankokredite nicht üblich, kommen dagegen im Kundengeschäft der Banken vor, z. B. im Kontokorrentkredit.

Die Zinssätze selbst sind am gleichen Tag keine festen, so stufen sich die Lombardsätze ab nach dem Grad der Sicherheit des Materials, das verpfändet wird, nach der Höhe des Einschusses, auch nach persönlicher Garantiefähigkeit des Schuldners. Die Zinssätze werden also gewöhnlich in ungefähren Ziffern notiert, die einen gewissen Spielraum erkennen lassen.

Die einzelnen Zinssätze starten also sozusagen auf einem bestimmten, durch die Sicherheit angegebenen Niveau und würden, wenn nicht andere Gründe auf den Preis einwirkten, immer im selben Abstand voneinander fortlaufen. Soviel über das konstante oder als konstant angenommene Risiko.

Das Risiko ist im Wirtschaftsablauf natürlich nicht so konstant, dieser Umstand wird rückwirken auf den Zins. Das Risiko nimmt zu mit der Verschlechterung des Pfandguts. Dies gilt besonders von den zugrunde gelegten Effekten, deren Pfandwert mit zunehmender Baissegefahr sich zu mindern beginnt, dies gilt auch von den Wechseln bei Krisengefahr und besonders von den Blankokrediten. Wir haben also mit einem konstanten und variablen Risiko zu rechnen. Die Geldnehmer, die geringere Sicherheit bieten, müssen den Forderungen der Geldgeber nachkommen, da diese sonst an solche Kredit geben, die bessere Sicherheit gewähren. Die Geldgeber sind hier die stärkere Marktpartei.

Der Zins kann aber auch noch Quoten für Dienstleistungen enthalten. Auch Steuerbeträge können im Zins zum Ausdruck kommen. Umgekehrt kann aber auch der reine Zins teilweise Provisionsform annehmen.[6])

2. Die Bestimmungsgründe des reinen Zinses.

Es kann nicht unsere Aufgabe sein, die Bestimmungsgründe für die absolute Höhe des durchschnittlichen Kapitalmarktzinses zu suchen. Sie liegen nicht wesentlich im Geldmarktbereich und sind ein bis heute — auch von Cassel[7]) — nicht befriedigend gelöstes Problem. Man kann nicht mit Sicherheit angeben, welches die Gründe dafür sind, daß der Kapitalmarktzins gerade zu einer bestimmten Höhe tendiert oder allgemeiner, wie er überhaupt zustande kommt. Formell entscheidet natürlich das Verhältnis von Angebot und Nachfrage, aber wie diese Marktfaktoren ihrerseits zustande kommen, ist ungeklärt. Neben der privaten Spartätigkeit steht die Kapital- und Reservenbildung der Unternehmungen. Es ist also jene für die Angebotseite nicht als allein wesentlich und ausschlaggebend anzusehen. Wenn der Produktionsapparat einer Wirtschaft einen bestimmten Umfang, eine bestimmte Kapazität und Kompliziertheit erlangt hat, dann muß ihm eine bestimmte Kapitalmenge zur Verfügung stehen, um ihn in Gang zu halten und zu erneuern und zu erweitern und dieses Kapital kann sich dank einer immanenten Kraft und inneren Reaktionsfähigkeit im Produktionsapparat selbst bilden, durch die entsprechende einheitliche Preiskalkulation der produzierenden Kreise. Auf einer gewissen Höhe kapitalistischer Entwicklung tritt

---

[6]) „In der Bankpraxis hat sich sehr stark die Sitte herausgebildet", schreibt Prion 1907, „den Diskontsatz nicht über 6 %, bzw. 1 % über Banksatz zu steigern, dafür aber um so mehr den Provisionssatz zu erhöhen". a. a. O. S. 156.

[7]) a. a. O., Theoretische Sozialökonomie.

die Kapitalbildung der produzierenden Wirtschaft immer mehr neben diejenige der konsumierenden bzw. nicht konsumierenden — sparenden Wirtschaft.

Daneben ist noch die Nachfrageseite zu beachten, wenn nicht überhaupt die letzten Gründe für die Höhe des Kapitalzinses in gewissen, ziemlich statischen Produktivitätschancen zu suchen sein werden.

Wir können diese Sache nicht weiter verfolgen, und nehmen den durchschnittlichen Kapitalmarktzins als Bestimmungsgrund für das Niveau an, von dem aus sich die Geldmarktsätze nach oben und unten bewegen, zu dem sie immer tendieren oder besser: an dem sie beständig Richtung nehmen. Denn wenn auch der Geldmarkt durch zusätzliche Kaufkraft erweitert werden kann, so kann doch diese zusätzliche Kaufkraft für das durchschnittliche Niveau der Geldmarktzinssätze auf die Dauer gesehen, nicht von Bedeutung sein, das sich nicht nach den zufällig vorhandenen Geldmengen, sondern — wie wir wissen — nach der Menge der realen Kaufkraft, nach der Menge der verfügbaren Güter und Dienste richtet, die allein auf die Dauer den Zins bestimmt. In dieser Dauerbetrachtung sind Geld- und Kapitalmarkt identisch. Denn am Kapitalmarkt, dem Markt der langfristigen Kreditgeschäfte, ist allein die reale Kaufkraft Marktgegenstand, da ja der Kapitalmarktbegriff die Dauerbetrachtung einschließt. Der erste Preisbestimmungsgrund der Geldmarktsätze ist damit gefunden. Er liegt nicht im Bereich des Geldmarkts, der Kapitalzins ragt in den Geldmarkt herein und verbindet diesen mit den werdenden, vergehenden, sich regenerierenden Kräften der Produktions- und Konsumptionswirtschaft.

Als zweites sind gewisse strukturelle Besonderheiten des Geldmarktes als solchen zu beachten. Es kann für das Niveau der Geldmarktsätze nicht gleichgültig sein, in welcher Intensität, mit welcher Schnelligkeit sich das Geldmarktbecken zu füllen und zu leeren pflegt. In einer Volkswirtschaft, in der die Kassenhaltung überwiegend den Banken übertragen ist, die also mit den geringsten Mengen gehorteten, unnütz aufgestapelten Geldkapitals zu rechnen hat, oder in der Noten- und Privatbanken in liberalster Weise mit Krediten entgegenkommen, besteht eine Tendenz zu durchschnittlich niedrigen Geldmarktsätzen. Desgleichen in einer Wirtschaft, deren Geldmarktreservoir infolge der geringen Aktivität der produzierenden Wirtschaft an chronischer Überfüllung leidet. Neu zuströmendes Kapital bleibt länger am Geldmarkt und drückt das Niveau, wenn eine schleppende, träge Nachfrage dasselbe erst allmählich aufnimmt.

Als drittes: Die höchstdynamischen zinsbestimmenden Kräfte, die als termin-, saison- und konjunkturbedingte erkannt und bereits eingehend besprochen wurden. Sie sind für die allgemeine Geldmarkttendenz bedeutsam, die in den Veränderungen der führenden Diskontsätze, insbesondere des Privatdiskontsatzes — als Repräsentanten — ihren Ausdruck findet.

a) Der Privatdiskont.

Im Privatdiskont spiegelt sich das jeweils größere oder geringere Kreditbedürfnis der Wirtschaft. Er wird notiert in zwei Sichten, auf 30—55 Tage und 56—90 Tage, von deren inneren Beziehungen später zu reden sein wird. Dem Privatdiskont analog bewegen sich die Diskontsätze der Warenwechsel in einem durch das verschiedene Risiko gekennzeichneten Abstand, wie aus einer später folgenden Statistik ersichtlich sein wird.

Der Satz der Warenwechsel ist also nichts typisch anderes als der Privatdiskont. Er kann vernachlässigt werden.

Meßzahlen des Privatdiskonts Berlin im Durchschnitt der Jahre 1901 bis 1913 bezogen auf 100 [8]):

Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
94	86	102	88	94	98	85	89	105	111	121	128

Die Banken [9]) kommen den besonderen Kreditbedürfnissen durch zusätzliche Kredite entgegen und nehmen umgekehrt in Zeiten geringer Nachfrage entbehrliche Mittel auf. Dies gilt für Termin- und Saison-, wie auch für Konjunkturschwankungen.

Marktdiskont Berlin im Durchschnitt der Jahre [10]):

1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906
2,01	3,04	3,09	3,55	4,45	4,41	3,06	2,19	3,01	3,14	2,85	4,04

Der Privatdiskont steigt an den Quartalsterminen, an denen zum Zweck von Zins-, Mieten- und Gehaltszahlungen [11]) einerseits vorläufig am Geldmarkt untergebrachte Betriebsmittel zurückbeordert, anderseits zum selben Zweck Kredite aufgenommen werden. Der Privatdiskont steigt mit beginnender Frühjahrssaison infolge der wiedereinsetzenden Bautätigkeit und der Kreditbedürfnisse der Landwirte zur Zeit der Flurbestellung. Er steigt besonders im Herbst, da jetzt die Wareneinfuhr und die Erntefinanzierung größere Kreditmengen erfordern, steigt besonders gegen Jahresschluß, dem bedeutendsten Liquidations- und Zahltermin der Wirtschaft. Die größeren Festtage Weihnachten, Ostern, Pfingsten bewirken ein Steigen des Satzes aus den nämlichen Gründen: Kündigung angelegter Gelder zum Eigenbedarf, Kreditbedarf der Geschäftswelt, die größere Warenmengen anzuschaffen hat, deren Gegenwert nicht sofort eingeht. Mit Wechselkredit und Kontokorrentkredit, dessen Beanspruchung auch auf den Geldmarkt mittelbar rückwirkt, wird reales Kapital produziert oder gekauft, bis es von Kapitalmarktmitteln übernommen wird, die aber auch vorläufig am Geldmarkt Unterkunft finden. Deshalb führen Perioden erhöhter Kapitalproduktion zu steigendem Kreditbedarf, der sich in entsprechenden Diskontsätzen äußert. Konjunktureller Aufschwung steigert den Privatdiskont, da einerseits ein steigender Kreditbedarf, anderseits die Absorption vorläufig angelegter Kapitalmarktmittel den Geldmarkt verknappt.

Nach erfolgter Entspannung streben die nun wieder freistehenden Mittel dem Geldmarkt zu und gestalten ihn flüssig. Der Diskontsatz sinkt. Er sinkt nach der Termin- und Saisonanspannung, wenn die Nachfrage nachläßt und die Unternehmer ihre allmählichen Eingänge dem Geldmarkt zur vorläufigen Nutzung zuführen, wenn diejenigen, die mit Kredit gearbeitet

[8]) Wirtschaftskurve 1926 I S. 53. Meßzahlen für Saisonschwankungen.

[9]) Die Wechsel- und Lombardbestände der Reichsbank am Monatsende im Durchschnitt der Jahre 1901—13 sind in der oben angegebenen monatlichen Reihenfolge: 84, 81, 118, 91, 86, 115, 85, 85, 128, 102, 94, 131.

[10]) Albert, H., Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland, 1910.

[11]) Namentlich für die Vorkriegszeit geltend. Heute sind wegen Änderungen in den Zahlungsgewohnheiten die Quartale von geringerer Bedeutung, können aber wieder zu Bedeutung kommen.

hatten, selbst Einzahlungen zu verbuchen haben und die aufgenommenen Kredite wieder zurückzahlen und damit dem Markt zur Verfügung stellen.

Der Diskontsatz sinkt unter dem Eindruck der mit der Krise abbrechenden konjunkturellen Kreditnachfrage, unter dem Eindruck der allmählich wieder rückfließenden Kredite, die den Konjunkturaufschwung finanzieren mußten.

Der Privatdiskont auf kurze und lange Sicht.

Wenn der Privatdiskont in zwei Sichten notiert wird, dann entspricht dies einem Verkehrsbedürfnis und es liegt die Vermutung nahe, daß die Preisbestimmungsgründe verschiedene sind. Doch sind die Unterschiede nicht sehr erheblich und meist bedingen beide Fristen denselben Satz. Privatdiskonten werden gehandelt auf 30—55 Tage (kurze Sicht) und 56—60 Tage (lange Sicht). Am Londoner Geldmarkt, der als Weltgeldmarkt den verschiedensten Bedürfnissen Rechnung zu tragen hat, ist die Auswahl reichhaltiger. Man kennt Wechsel auf 60 Tage, 3 Monate, 4 und 6 Monate[12]). Diese Unterschiede sind natürlich nicht so geringfügig, daß sie für die Zinssätze ohne Bedeutung wären und nicht irgend welche Regelmäßigkeiten im Verhältnis von Nachfrage und Angebot aufweisen. Faßt man jedoch alle Sätze des Privatdiskonts als Einheit und stellt sie etwa dem Kapitalzins oder dem täglichen Geldsatz gegenüber, dann sind die Gründe der Preisbildung bei den verschiedenen Diskontfristen nicht derart verschieden, daß man sie als typisch anders bezeichnen könnte, wie sie es etwa sind bei Privatdiskont im Gegensatz zu Kapitalzins und täglichem Geld. Die einzelnen Diskontfristen können sich schon deshalb nicht so wesentlich unterscheiden, da durch fortlaufende Prolongationen kürzerfristiger Wechselkredite im allgemeinen derselbe Zweck erreicht werden kann, wie durch Begründung einer von vorneherein schon längerfristigen Wechselschuld, so daß die verschiedenen Fristen immer in Konkurrenz liegen und nach gegenseitiger Angleichung streben. Ein typischer Fall des Auseinandergehens von kurzer und langer Frist, der bei Leitner[13]) erwähnt wird, sei angeführt: „Zu bestimmten Zeiten tritt an der Berliner Börse ein bedeutendes Angebot an ‚Schnittwechseln' auf. Es sind solche Privatdiskonten, die mit der kürzesten[14]) Laufzeit ‚abschneiden'. Solche Wechsel werden beispielsweise Ende Oktober gesucht sein; der Erwerber der Privatdiskonten wird Ende Dezember Empfänger des Geldes aus der Wechselzahlung und kann zu diesem für ihn günstigen Zeitpunkt über sein Geld verfügen. Etwa Mitte Dezember angebotene Schnittwechsel werden in der ersten Hälfte des Monats Februar fällig, also zu einem Zeitpunkt, zu dem der Erwerber solcher Wechsel vermutlich wenig Gelegenheit zu nutzbringender Verwendung seines Geldes hat. Diskontkäufer werden in diesem Fall langfristige Wechsel lieber nehmen, die erst gegen Ultimo Februar hin fällig werden und begnügen sich unter Umständen mit einem Prozentsatz, der niedriger ist, als der Privatdiskont (zu 90 Tagen — d. V.)."

Die Beziehungen der verschiedenen Diskontfristen zueinander zeigen eine gewisse Empfindlichkeit gegenüber den saisonalen und den erheblicheren terminbedingten Schwankungen des Wirtschaftslebens (Quartale und besonders Jahresultimo).

---

12) Adolf Weber, a. a. O. 1915 S. 179.
13) a. a. O. S. 318.
14) Zur Zeit, als Leitner dies schrieb: 56 Tage.

b) Das Monatsgeld.

Das Monatsgeld und Ultimogeld, wie das gegen Ende des Monats zu Spekulationszwecken gehandelte Monatsgeld auch genannt wird, ist ein Lombarddarlehen und notiert deshalb regelmäßig über den Diskontsätzen. Es eignet sich ähnlich den Diskontsätzen und dem noch zu besprechenden täglichen Geld zu Interimsanlagen und besorgt die Anpassung an den durch die monatlichen Zahlungs- und Liquidationstermine hervorgerufenen Kreditbedarf. Es besorgt sozusagen die gröbere Anpassung, während das sehr reagible tägliche Geld das Monatsgeld in seiner Funktion verfeinernd unterstützt. Die Preisbildungsvorgänge sind im Prinzip dieselben, wie bei den Diskontsätzen. Während die Diskontsätze entsprechend ihrer ein Monat in der Regel überschreitenden Kreditfrist auf die monatlichen Schwankungen des Kreditbedarfs und -angebots nicht erheblich reagieren, ist es gerade Zweck und Sinn des Monatsgeldes, diesen monatlich schwankenden Bedürfnissen Rechnung zu tragen.

Monatsgeld und Privatdiskont Berlin vom 20. Dezember 1926 bis 12. Februar 1927 in Wochendurchschnitten[15]):

	Monatsgeld	Privatdiskont (lange Sicht)
20. 12 — 25. 12.	7,6	4,78
27. 12. — 1. 1.	7,8	4,85
3. 1. — 8. 1.	6,9	4,54
10. 1. — 15. 1.	6,0	4,22
17. 1. — 22. 1.	5,5	4,02
24. 1. — 29. 1.	5,7	4,00
31. 1. — 5. 2.	5,9	4,12
7. 2. — 12. 2.	5,7	4,12

Das Monatsgeld dient hauptsächlich dem Kreditbedürfnis des Effektenhandels. Es steigt mit herannahendem Liquidationstermin, also gegen Ultimo, besonders in spekulativen Perioden und besonders auch an solchen Ultimi, an denen die Banken mit Kreditierungen zurückhalten und an den Fälligkeitstagen der Zweimonatsbilanzen. Das Geld sinkt nach überstandenem Ultimo, da jetzt am Geldmarkt wieder größere Geldmengen angeboten werden, die durch die Ultimotransaktionen gebunden waren und da anderseits die Nachfrage nachgelassen hat. Das Monatsgeld weist in seinen Zinssätzen nicht diese Schwankungen auf wie das tägliche Geld. Für das tägliche Geld sind noch andere Preisbestimmungsgründe maßgebend. Monatsgeld wird, wie der Name sagt, auf einen Monat gegeben, es wird von Zufälligkeiten des täglich sich ändernden Angebot/Nachfrage-Verhältnisses am Markt weniger berührt wie jenes. Es erreicht seinen höchsten Stand vor Ultimo in der Regel früher wie jenes und hat nicht die Tendenz, vor Ultimo derart anzuziehen. Die exakteste Anpassung an den Bedarf in den letzten Tagen des Monats obliegt dem täglichen Geld aus Gründen, die noch zu besprechen sind. Nachdem das Monatsgeld seinen höchsten Stand gegen Ultimo erreicht hat, fällt es rasch, aber nicht in dem Maß, wie das tägliche Geld. Es erholt sich in der Regel früher von seinem Sturz.

Anderseits steht das Monatsgeld in Wechselbeziehung mit den Diskontsätzen dergestalt, „daß im allgemeinen die Anlage suchenden kurz-

[15]) Wirtschaftsdienst 1927, Januar/Februar.

fristigen Geldkapitale nach der lohnendsten Verzinsung drängen[16]." Im großen und ganzen bewegen sich Monatsgeld und Privatdiskont in gleichförmigen Kurven. (Das Monatsgeld steht dabei dem Privatdiskont auf kurze Sicht näher als dem auf lange Sicht.) Nur gegen Monatsende steigt der Satz für Monatsgeld in der Regel über jenen, der von den monatlichen Schwankungen des Kreditbedarfs und Kreditangebots weniger berührt wird. Das Monatsgeld hat hauptsächlich — wie wir wissen — dem Spekulationskreditbedarf zu genügen; die Effektenhändler kaufen und prolongieren ihre Engagements immer von Monat zu Monat, bedienen sich also zweckmäßig eines Kreditinstruments, das diesem jeweils auf den Zeitraum eines Monats gerichteten Kreditbedarf Rechnung trägt. Sie verfügen in der Regel weniger über wechselmäßige als lombardmäßige Kreditunterlage und ziehen auch aus diesem Grund den Lombardsatz, eben das Monatsgeld, vor. Wegen dieser stärkeren Nachfrage nach Monatsgeld vor Ultimo steigt dieser Satz über die Diskontsätze, mehr als dem Risikounterschied entsprechen müßte — unbeschadet jener schon festgestellten allgemeinen Ausgleichstendenz.

Als Gegenkraft wirkt vor Ultimo das Angebot jener, die ein Baisseengagement eingehen oder prolongieren und ihr Geld dem Markte zur Verfügung stellen bzw. dem Markt wieder zur Verfügung stellen.

Zu den angeführten Zahlenbeispielen sei erwähnt, daß klare statistische Belege der im wesentlichen deduktiv erkannten Preisbildungsvorgänge am Geldmarkt wegen der vielen jederzeit wirksamen Gegentendenzen nicht möglich sind; einmalige größere Anleiheansprüche, internationale Geldverschiebungen, die regulierende Politik der Reichsbank und der Privatbanken, unregelmäßiges Angebot oder unregelmäßige Nachfrage seitens größerer Einzelwirtschafter staatlicher oder privater Art stören die regelmäßigen Linien. Man verspricht sich für unser Problem von der statistischen Methode auf den ersten Blick mehr, als sie zu leisten vermag.

Das Reportgeld.

Das Reportgeld ist eine Variante des Monatsgelds — was Fristigkeit angeht, dient aber ausschließlich dem Prolongationsbedürfnis des Effektenhandels. Der Reportsatz ist „der Zuschlag für die vom Geldgeber beanspruchten Zinsen für die Überlassung des Gegenwerts der Papiere auf einen Monat"[17]). Über die Eigenart des Reportgeschäfts und seine Technik gibt Aufschluß Leitner a. a. O. S. 461 ff. und Prion a. a. O. S. 86 ff., worauf hiermit verwiesen sei.

„Die Höhe der Geldzinsen steht *zunächst* unter dem Eindruck der Lage des allgemeinen Geldmarkts[18])." Diese ist am Stand der führenden Diskontsätze abzulesen oder für diesen Fall noch besser am Stand des Monatsgeldes, das ja mit dem Reportsatz die gleiche Frist teilt und im allgemeinen dem gleichen, nämlich dem Spekulationszweck dient. „Billiges Geld, billige Reportierung, teures Geld, höhere Prolongationszinsen[19])."

Darüber hinaus ist zu sagen: „Die Form des Reportverfahrens stellt eine feinere Art der Zinsnotierung dar, indem der jeweilige Stand der Hausse- und Baisseverpflichtungen in den *Reportsätzen des einzelnen*

---

16) Prion, a. a. O. S. 93.
17) Prion, a. a. O. S. 87.
18) Leitner, a. a. O. S. 644.
19) Desgl.

Spekulationspapiers zum Ausdruck kommt und die Unterschiede in der Güte der Papiere berücksichtigt werden können. So kommt es nicht selten vor, daß ein Papier bei der Prolongation einen gegen den herrschenden Prolongationszinsfuß verhältnismäßig sehr niedrigen Report bedingt, weil die Baissepositon eine sehr starke ist, d. h. Stücke in großen Summen ungedeckt verkauft sind und die Baissiers gegen billige Hergabe von Geld gerade diese Papiere unter allen Umständen bei der Liquidation benötigen[20])."

Es bildet sich also hier gewissermaßen im großen Geldmarkt eine Enklave, ein Spezialgeldmarkt, in dem entgegen der allgemeinen Geldmarkttendenz ein ganz anderer Zins herrscht, da das Angebot/Nachfrage-Verhältnis von Prolongationsgeld gerade für das betreffende Papier dem Angebot/Nachfrage-Verhältnis am Gesamtgeldmarkt konträr zuwidersteht. Im Satz für Monatsgeld dagegen wird die Gesamtheit der Kreditbedürfnisse am Monatsende kenntlich. Das Monatsgeld wird „allgemein gegen Wertpapiere gegeben, ohne Berücksichtigung bestimmter Arten, höchstens im Rahmen bestimmter Gattungen"[21]).

c) Das Tagesgeld.

Während in den Bewegungen der bis jetzt besprochenen längerfristigen Geldmarktsätze die Schwankungen von längerfristigem Kreditbedarf und Kreditangebot zum Ausdruck kommen, während also überwiegend Kreditelemente die längerfristigen Geldmarktsätze charakterisieren, ist das tägliche Geld derjenige Satz, in dem die Wechselfälle des Vorhandenseins oder Fehlens von Zahlungsmitteln im weitesten Sinn am deutlichsten in Erscheinung treten. Das tägliche Geld ist Kredit. Es dient teils der Spekulation, teils aber hat es den Zweck, die Zeitspanne zu überbrücken, die besteht zwischen dem Tag des großen Geldbedarfs und den Tagen, an denen erfahrungsgemäß und üblicherweise das Geld aus den Kanälen des Verkehrs an den Markt zurückkehrt. Die Unternehmer bzw. die Banken, die vor Ultimo Zahlungen zu leisten haben und für die nächsten Tage Zahlungen erwarten, nehmen Tagesgeld, da ihnen mit längerfristigem Kredit offenbar nicht gedient wäre. Wenn das Geld nach Ultimo sich wieder am Markte sammelt, strebt es nach Verwendung und sucht eine Anlage, zum Teil aber nicht länger, als bis zum nächsten Ultimo, an dem es wieder gebraucht wird, es sucht Anlage täglich kündbar. Das tägliche Geld ist Kredit, seine Preisbestimmungsgründe findet es aber wesentlich in dem von Tag zu Tag verschiedenen Vorhandensein von Geld am Markt. Während auch längerfristige Geldmarktsätze interimistische Momente aufweisen, sind diese beim täglichen Geld am ausgeprägtesten. Beim Tagesgeld ist der Interimscharakter der bezeichnende schlechthin.

Wir kennen bereits die Natur der terminbedingten Anspannungen des Geldmarkts. Am Monatsende, an den Quartalen, am Jahresschluß drängen sich in jeder Privatwirtschaft gleichzeitig eine Reihe von Zahlungsverpflichtungen zusammen, zu deren Abwicklung gleichzeitig entsprechend Geld nachgefragt und dem Geldmarkt entzogen wird. An den Bilanztagen der Banken suchen diese aus Prestigegründen ihre Kassen zu füllen und sammeln Bargeld an und sind anderseits bemüht, ihren Außenständen liquideste Form zu geben. Nach dem betreffenden Termin ist dann in allen Kassen entsprechend viel Geld vorhanden, ohne daß es zu Zahlungen mehr benötigt

---

20) Prion, a. a. O. S. 87/88.

21) Desgl.

wird, da die anlaufenden Verpflichtungen erst am nächsten Termin wieder zu erfüllen sind. An jedem Termin tritt eine Verschiebung des Geldes von einer Stelle in der Wirtschaft an eine andere ein. Wann das Geld nach Termin dem Geldmarkt wieder zugeführt werden kann, hängt von der Art des Geldes und seiner Verwendung ab, Bargeld geht über Unternehmer, Konsument, Kleinhändler zum Großhändler und legt einen längeren Weg zurück, als etwa Buchgeld, das der Spekulant A zur Befriedigung des Spekulanten B in Anspruch nimmt.

Berlin — 1926[22])	Tägliches Geld	Monatsgeld	Privatdiskont lange Sicht	Privatdiskont kurze Sicht	Warenwechsel
6. 9. — 11. 9.	5,8	6,0	4,75	4,92	5,39
13. 9. — 18 9.	4,4	6,0	4,75	5,00	5,43
20. 9. — 25. 9.	3,8	6,1	4,75	5,00	5,37
27. 9. — 2. 10.	5,8	6,5	5,06	5,08	5,46
4. 10. — 9. 10.	*6,2*	6,3	4,92	5,00	5,42
11. 10. — 16 10.	4,2	6,3	4,68	4,93	5,23
18. 10. — 23. 10.	4,0	6,4	4,58	4,83	5,38
25. 10. — 30. 10.	4,7	6,5	4,67	4,88	5,23
1. 11. — 6. 11.	*5,6*	6,5	4,63	4,75	5,22
8. 11. — 13. 11.	4,0	6,3	4,63	4,75	5,13
5. 11. — 20. 11.	3,5	6,3	4,53	4,65	5,00
22. 11. — 27. 11.	3,9	6,3	4,50	4,63	5,02
29. 11. — 4. 12.	*7,1*	6,6	4,50	4,63	5,13
6. 12. — 11. 12.	6,4	7,0	4,50	4,69	5,16

Wir stellen nun fest, daß gerade diese fixen Zahlungs- und Liquidationstermine, Monatsende und verstärkt Quartals- und Jahresschluß, sowie der erhöhte Geld- und Kreditbedarf vor hohen Festtagen Beziehungen zwischen dem kürzestfristigen Geldmarktsatz, dem täglichen Geld einerseits und den längerfristigen Geldmarktsätzen (Privatdiskont, Monatsgeld) anderseits begründen, die als typisch zu bezeichnen sind. Die tieferen Gründe sind teils objektiv-zahlungstechnischer, teils subjektiv-kalkulatorischer Art. Es wird also im folgenden nur von diesen inneren Zusammenhängen die Rede sein, die zwischen dem täglichen Geldsatz, dem kürzestfristigen der Geldmarktsätze auf der einen Seite und den längerfristigen Geldmarktsätzen auf der anderen festzustellen sind. Das tägliche Geld ist, wie der Name sagt, täglich kündbar, und zwar beiderseitig, läuft mindestens 2 Tage. Der kurz vor Monatsende zustande kommende Zinssatz bezieht sich nicht mehr auf das eigentliche tägliche Geld, sondern auf „Geld bis einige Tage über den Ultimo"; denn vor Ende des Monats ist für beide Teile die Kündigung ausgeschlossen. Tägliches Geld wird also kurz vor Monatsende zum Geld auf einige Tage über den Ultimo. Die technischen Besonderheiten bei Leitner a. a. O. S. 656 ff. und Prion a. a. O. S. 82 ff.

Der objektive Grund: Unternehmer und Spekulanten als Interessenten am Täglichen-Geld-Markt bzw. die Banken als deren Vermittler haben am Monatsende bestimmte Zahlungen zu leisten, die über das Maß der laufenden Zahlungsverpflichtungen, die natürlich auch zwischen den Terminen vorhanden sind, hinausgehen. Sie nehmen zu diesem Zweck den Geldmarkt in Anspruch, nehmen Geld auf oder rufen verliehenes zurück. Da sie nun in kurzer Zeit selbst wieder über Geld verfügen, sobald die

22) Wirtschaftsdienst 1926 II.

Zahlungen, die sie erwarten, eingegangen sind, können sie sich mit kurzfristigem Geld, mit Geld auf einige Tage begnügen und fragen besonders Tagesgeld nach; wodurch der Zins für Tagesgeld steigt. Wenn dann der Ultimo überwunden ist und die Unternehmer wieder über Geld verfügen, zahlen sie die kurzfristigen Kredite zurück oder stellen, sofern sie aus eigenen Mitteln den Ultimo überwunden haben, das Geld am Markte frei, verflüssigen damit den Markt für tägliches Geld; Folge — ein starkes Sinken des Zinssatzes nach Ultimo. Da diese Reserven der Unternehmungen ihrer Natur nach nur kurze Zeit entbehrt werden können und am nächsten Ultimo wieder angefordert werden, können sie grundsätzlich nur dem Markt für Tagesgeld zur Verfügung stehen.

Aber nicht nur das Geld, das lediglich kurzfristig als tägliches Geld entbehrlich ist aus Gründen der Betriebstechnik, wird dem Markt für tägliches Geld zugeleitet, sondern auch das Geld, das längerfristig aufgenommen wird etwa durch Wechselkredit, vorläufig aber noch nicht gebraucht wird, sucht während der Zeit der Beschäftigungslosigkeit nach dem Ultimo am Tagesgeldmarkt Unterkunft und drückt den Leihzins. Wir machen die Beobachtung, daß der Privatdiskont steigt, wenn die Nachfrager mit einem erhöhten Kreditbedarf an den Markt treten, der sie nötigt, sich auf längere Zeit einzudecken, daß aber gleichzeitig das tägliche Geld im Zins sinkt, wegen des kurzfristigen Angebots seitens derer, die Wechselkredit nehmen, das Geld vorläufig aber noch nicht benötigen. Sie brauchen es erst am nächstfolgenden Ultimo.

Das Geld, welches der Spekulation zur Verfügung gestellt wurde, erscheint regelmäßig kurz nach dem Liquidationstermin wieder am Geldmarkt.

Wir stellen als Ergebnis fest, daß aus objektiv technischen Gründen an den Zahlungsterminen gerade das Tagesgeld infolge der terminbedingten gehäuften Zahlungsverpflichtungen eine besondere Verknappung erfährt; daß es nach überstandenem Ultimo an den Geldmarkt zurückkehrt ihn c. p. relativ flüssig gestaltet, da einmal Geld, das nur kürzestfristig entbehrlich ist, wieder freisteht, anderseits Geld, das auf längere Frist entnommen wurde, bis zur weiteren Verwendung ebenfalls als tägliches Geld Anlage sucht.

Wenn an den Terminen das tägliche Geld so sehr verknappt wird, so hat das noch einen Grund in einer *spekulativen Kalkulation* und zwar auf der Seite der Nachfrage. Sobald das Monatsende herannaht, versorgen sich die Unternehmer und Spekulanten, die für ihre Zwecke Kredit auf längere Zeit, einen Monat, zwei Monate brauchen, mit Geld und befriedigen dies Bedürfnis durch Diskontierung von Wechseln bzw. Aufnahme von Ultimogeld, Monatsgeld. Wenn nun diese Sätze eine ziemliche Höhe erreicht haben, finden es die Geldnehmer vorteilhafter, *vorläufig* Tagesgeld selbst zu höchsten Sätzen auf einige Tage zu nehmen, da sie nach erledigtem Ultimo auf billigeres Geld für längere Frist rechnen können, mit dem sie dann die kurzfristige Verbindlichkeit tilgen. Die Geldgeber können der Nachfrage nach täglichem Geld entsprechen, da die Mittel, die sie zur Verfügung haben, unschwer kürzestbefristete Engagements einzugehen imstande sind, selbst wenn sie ihrer Natur nach langfristig entbehrlich sind. Und soweit sie das Risiko jederzeitiger Kündigung eingehen müssen, lassen sie sich dafür bezahlen; die Geldgeber sind bei der dringlichen Nachfrage die stärkere Marktpartei. Die Zinssätze für längere Fristen steigen bis einige Tage vor Ultimo, sinken von da an, während der Satz für tägliches Geld in den

letzten Tagen erheblich weitersteigt. Wenn er nicht immer gerade am Monatsletzten seinen Höhepunkt erreicht, sondern gelegentlich schon etwas vorher abbricht, dann hat diese Erscheinung ihren Grund darin, daß die Geldnehmer nicht bis zum letzten Tag zu warten pflegen, um sich einzudecken; manchmal kann hierin auch eine Überversorgung zum Ausdruck kommen, die dann kurz vor Ultimo noch zu einem gewissen Geldangebot führt und damit den Satz senkt.

Ergänzend kann noch eines dritten Umstandes erwähnt werden, der die besondere Höhe des täglichen Geldsatzes vor Ultimo mit zu begründen geeignet ist — ein subjektives Moment. Der Geldnehmer rechnet weniger scharf, wenn es sich handelt um eine Geldaufnahme für kurze Zeit, wie wenn er es zu tun hat mit einem Kredit auf längere Zeit und mithin einer entsprechend langwährenden nicht oder schwer abwälzbaren Zinsenlast. Er ist leichter zu Preiszugeständnissen bereit in ersterem Fall, wenn er sich noch dazu unter dem Druck einer sofort fälligen Zahlungsverpflichtung zu einer entsprechenden Geldaufnahme zu entschließen hat.

Objektive und subjektive Gründe erklären also die erheblichen Ausschläge der Kurve für Tagesgeld gegenüber den weniger starken der länger befristeten Sätze. Dabei mag der objektive Grund mehr die besondere Geldflüssigkeit am Markt für Tagesgeld nach Termin motivieren, die subjektiven Gründe mehr die besondere Anspannung vor Termin.

Soviel über die Bewegungstendenzen des täglichen Geldes gegenüber den längerfristigen Geldmarktsätzen im Verlauf der terminbedingten Schwankungen des Wirtschaftslebens. Wir konnten feststellen, daß der kürzeste Satz am Termin intensiv anzieht, um nach Termin ebenso stark zu fallen und die längere Zeit zwischen zwei Terminen auf seinem Tiefstand zu beharren. Die Entwicklung der länger befristeten Sätze ist eine gleichmäßigere. Namentlich die durch Wechsel gedeckten Kredite reagieren in ihren Zinssätzen weniger auf monatliche Störungen und bedürfen schon eines heftigeren Anstoßes, ehe sie sich erheblich bewegen (Quartals- und Jahresschlußanspannung). Von Bedeutung ist hier natürlich auch der Einfluß des Reichsbankdiskonts. Die Verwandtschaft des Materials und der Fristen muß beachtet werden. Der Satz für tägliches Geld ist der empfindlichste. In ihm spiegelt sich die augenblickliche Geldmarktlage am deutlichsten, die Kalkulation, die ihn zustande bringt, wird von spekulativer Dauerbetrachtung am wenigsten berührt.

Die inneren Beziehungen zwischen täglichem Geld und den längeren Geldmarktfristen sind hauptsächlich von der Geldseite her und unter dem Gesichtspunkt des terminbedingten Zahlungsmittelbedarfs zu betrachten. Die Wirtschaft hat laufend einen bestimmten Kreditbedarf, den sie durch Aufnahme längerfristigen Wechselkredits oder Spekulationskredit deckt. Der Kreditbedarf wächst an den bekannten Terminen. Die Zahlungen, die zu leisten sind, verteilen sich jedoch nicht gleichmäßig über das Jahr hin. Sie drängen sich an den Monatsultimi zusammen und bedingen für diese Termine mehr Geld, als für die zwischen den Terminen liegende Zeit nötig ist. Wenn ein Unternehmer oder ein Spekulant im Laufe eines Monats Kredit genommen hat, dann benötigt er das erhaltene Geld erst gegen Ende des Monats und legt es daher täglich kündbar an. Man könnte nun meinen, daß ein Geldnachfrager doch dann etwa seinen Wechsel rediskontieren könnte, wenn er vorläufig das Geld noch nicht benötigt. Dazu ist zu sagen: Er hat relativ billig diskontiert und muß damit rechnen, daß gegen Ultimo, wenn sein Geldbedarf effektiv wird, der Diskont steigt. Er müßte also das Risiko

eines höheren Diskonts laufen — die doppelten Stempelgebühren und die wechselmäßigen juristischen Verpflichtungen nicht zu vergessen. Um diese Mißlichkeiten zu vermeiden hat der Verkehr eben die Form des täglichen Geldes herausgebildet, um zwanglos und ohne besondere Kosten und Risiken vorläufig entbehrliches Geld unterzubringen, da man es nicht gern zinslos liegen läßt.

Wie steht es nun mit den Reaktionsmöglichkeiten des Tagesgeldes gegenüber den konjunkturellen Schwankungen des Wirtschaftslebens, welche die terminbedingten überlagern, diese verstärken oder abschwächen. Die große Geldflüssigkeit der Depression, entspringend aus der Beschäftigungslosigkeit des Geldes, drückt auf den Satz für tägliches Geld am meisten. Das Stilliegen der Kapitalproduktion hat Einschränkung der Umsätze zur Folge und ein Zurückgehen des Kreditbedarfs. Wenn schon die längerfristigen Geldmarktsätze (Privatdiskont) gedrückt werden, dann ist die Einbuße des Tagesgeldsatzes noch größer. Tägliches Geld ist häufig unanbringlich. Die Kurve dieses Satzes bewegt sich auf einer gesenkten Achse, der Durchschnittssatz liegt tiefer. Das der Spartätigkeit und den Betriebsreserven entstammende Geld fließt an den Geldmarkt, ohne am Kapitalmarkt Aufnahme zu finden. Es überflutet den Geldmarkt, findet auch zu den längerfristigen Geldmarktsätzen nicht Abnahme, die ja mit rückläufiger Wirtschaftstendenz anteilsmäßig an Nachfrage verlieren und sucht wenigstens als tägliches Geld Verwendung. Es ist aber umgekehrt nicht so, daß bei einer ansteigenden konjunkturellen Tendenz die Basis des Tagesgeldsatzes im selben Maß nach oben gerückt wird, wie sie in der Depression gesenkt wurde, da ja tägliches Geld sich wohl zu vorläufiger Anlage verfügbarer Mittel eignet, nicht aber im gleichen Verhältnis, um vorläufig zu Zwecken angeboten und nachgefragt zu werden, die eigentlich längerfristiges Geld oder gar Kapitalmarktmittel erfordern. Es können dem Markt des täglichen Geldes in der Hochkonjunktur weniger Mittel entzogen werden, als ihm zugeführt werden in der Depression. Dazu noch ein weiterer geldtechnischer Grund. Wenn tägliches Geld zurückgefordert oder nachgefragt wird, dann kommt darin überwiegend ein Bedarf an Mitteln zur Abwicklung des termingebundenen Zahlungsdienstes zum Ausdruck; ich sage nicht: ein Bedarf an Zahlungsmitteln lediglich im Sinne von Bargeld, sondern ein Bedarf an Zahlungsmitteln überhaupt. Mit der Nachfrage nach längerfristigem Geld äußert sich aber überwiegend ein Kreditbedürfnis, das beim täglichen Geld natürlich auch vorhanden ist, hier aber nicht das Wesen der Sache kennzeichnet. Deshalb steigt auch der Zinssatz für längerfristiges Geld an den Terminen, die ein besonderes Kreditbedürfnis als naheliegend erscheinen lassen; an den Quartalen, zur Erntefinanzierung usw., ganz besonders aber bei ansteigender Konjunktur. Wenn das Kreditbedürfnis nachläßt, sinkt auch das Geldbedürfnis. Wenn die Kreditnachfrage steigt, was sich in einem Anziehen der längerfristigen Sätze ausdrückt, steigt der Gesamtgeldbedarf nicht im gleichen Verhältnis, da das Geld in kürzeren Intervallen dem Geldmarkt zufließt, als der längerbefristete Kredit. Deshalb kann der Geldmarktsatz, der dem „Geld“ am nächsten steht, in der ansteigenden Konjunktur nicht im selben Maß sein Niveau erhöhen. Seine Umlaufgeschwindigkeit ist eine größere, als die der längerfristigen Geldmarktsätze.

Während der Privatdiskont hauptsächlich auf die Quartals-, Saison- und Konjunkturansprüche, das Monatsgeld auf den Kreditbedarf für ein Monat reagiert, drückt sich im Tagesgeld überwiegend der Wechsel des Geld-

bedarfs aus. Der Geldbedarf ist groß kurz vor dem Zahlungstermin, gering zwischen zwei Terminen. Die Modifikationen des Geldbedarfs, die durch die monatlich wiederkehrenden Zahltage hervorgerufen werden, spiegeln sich im Tagesgeldsatz wieder.

3. Der Verwendungszweck.

Es ist theoretisch nicht denkbar, daß Geldmarktsätze regelmäßig und auf die Dauer um mehr differieren, als durch verschiedenes Risiko, durch andere Fristigkeit (oder die Eigentümlichkeit des Reportgeschäfts) gerechtfertigt wäre. Das Geld strebt dahin, wo es am höchsten verzinst wird und kein Geldnehmer will Geld teurer nehmen als ein anderer. Die Ausgleichstendenz gilt von Ort zu Ort, wie von Satz zu Satz. Gleichwohl kann der Verwendungszweck vorübergehende Unterschiede hervorrufen. Wir wissen, daß für Zwecke der Spekulation teilweise das tägliche Geld, überwiegend das Monatsgeld ausschließlich das Reportgeld in Anspruch genommen wird, womit nicht gesagt sein soll, daß in geringerem Maß nicht auch Wechselkredit der Spekulation dient.

Auf die Höhe der Spekulationsgeldsätze „wirkt neben den allgemeinen Geldmarktverhältnissen besonders der Stand der Wertpapierspekulation... ein[23]). Eine anhaltende Aufwärtsbewegung auf dem Wertpapiermarkt zeitigt ein großes Prolongationsbedürfnis, das notwendig die Sätze für Ultimogeld steigert. Anderseits ist die Spekulation sehr empfindlich gegen teueres Prolongationsgeld; die Aussicht auf solches ist immer Veranlassung, die schwebenden Geschäfte zu vermindern. Bei wahnsinnigen Haussespekulationen kann es sehr leicht vorkommen, daß die Geldnehmer jeden verlangten Satz bewilligen müssen, nur um Geld zur Prolongation zu erhalten. Zinssätze von 8—13% für Reportierungen sind in der Geschichte der Wertpapierspekulation durchaus keine Seltenheiten; sie sind aber meist das sichere Zeichen eines bevorstehenden Börsenkrachs. In solch bewegten Zeiten zahlen die Spekulanten lieber unverhältnismäßig hohe Zinsen, um nicht zu der anderen Art der Prolongation ihre Zuflucht nehmen zu müssen: Verkauf der Papiere in diesem und Ankauf im nächsten Monat. Denn hiermit können sowohl heftige Kursschwankungen als auch große Verluste für die Spekulanten verbunden sein.“[23])

Solche Erwägungen bestimmen also die Spekulanten zu höheren Opfern, als durch die allgemeine Geldmarktlage erforderlich wäre. Wobei natürlich zu berücksichtigen bleibt, daß den Spekulanten nur bestimmte Formen der Geldleihe im allgemeinen zu Gebote stehen, sodaß ihr Spielraum an sich ein beschränkter ist. Wenn man weiter noch auf die Infektionen hinweist, welche über die Spekulantenpsyche in „bewegten Zeiten“ herzufallen pflegen, dürfte der zeitweise Verstoß gegen das Rationalprinzip erklärlich sein.

Im übrigen aber bestehen jene Ausgleichstendenzen zu Recht, die eine Nivellierung der Sätze, ein Sinken der unverhältnismäßig hohen, ein Steigen der unverhältnis niedrigen herbeiführen und die selbst Hindernisse, die durch die Formen der Kreditinstrumente errichtet werden, überwinden. Es ist dem Verkehr immer noch gelungen — auf die Dauer gesehen — solche Hemmungen zu überwinden, in dem er sich eben die Instrumente geschaffen hat, die notwendig sind, um zur Geldquelle in gewünschtem Maß zu gelangen. Als Eigentümlichkeit der Spekulationssätze kann noch erwähnt wer-

[23]) Prion, a. a. O. S. 92/93.

den, daß sie regelmäßig ihren höchsten Stand am Jahresultimo erreichen, dem Termin, der die Banken aus Bilanzgründen zu besonderer Zurückhaltung im Kreditgeben veranlaßt, der überdies eine allgemeine, gesteigerte Geldknappheit mit sich bringt.

III. Monopolpreise am Geldmarkt.

Von monopolistischer Preis- und Marktbeherrschung sprechen wir dann, wenn ein Wirtschaftssubjekt oder eine unter sich koalierte Gruppe von solchen auf den Preis deshalb zu wirken vermögen, weil sie das Angebot eines bestimmten Preisguts ganz oder überwiegend beherrschen. Vergegenwärtigt man sich nun die Art und den Charakter des Kredit- und Geldbedarfs, der im Ablauf des wirtschaftlichen Geschehens starken Schwankungen unterliegt, die bedingt sind durch Termine, Jahreszeiten, Konjunkturen, dann kann man sich auch ein Bild machen von Art und Bedeutung der Monopoleinflüsse. Diese sind gering zu bewerten in Zeiten großer Geldflüssigkeit und hoch und höher zu bewerten bei steigendem Bedarf.

Wir verlassen damit den Bereich des Geldmarkts im engsten, börsentechnischen Sinn und werden von der Bedeutung der Zentralnotenbank und der Privatbanken[1]) für die freie Marktpreisbildung zu reden haben.

1. Die Reichsbanksätze.

Die Reichsbank kann der Wirtschaft Geld zuleiten, entweder unmittelbar oder auf dem Umweg über die Banken in einem Maß, das durch das Bankgesetz bestimmt ist. Sie tut dies durch Diskontierung von Wechseln und durch Lombardierung. Der Reichsbankdiskontsatz und der Lombardsatz, zwischen denen gewöhnlich eine Spannung von 1% eingehalten wird, sind autonome Sätze, kommen nicht nach Art von Marktpreisen im Gegenspiel von Angebot und Nachfrage zustande. Sie sind jedoch nicht ohne Zusammenhang mit dem freien Geldmarkt, wirken auf diesen ein und werden von ihm, was die Motive für ihre autonome Regulierung anlangt, beeinflußt.

Der Einfluß der Reichsbanksätze auf den freien Markt.

Die Geldschöpfung und Geldverknappung durch die Reichsbank berührt unmittelbar nur die den Reichsbanksätzen gleichartigen Raten des freien Markts, gleichartig in bezug auf Risiko, Fristigkeit und gelegentlich auch Verwendungszweck. Die Reichsbank diskontiert nur Wechsel durchschnittlicher Bonität, deshalb können nur die Sätze des freien Markts mit dem Reichsbankdiskont in Konkurrenz treten, denen gleiches oder besseres Material zugrunde liegt, nur der Teil des Geldmarkts wird direkt vom Reichsbankdiskont berührt, der zu demselben oder zu geringerem Risiko Geld wünscht, der dieselbe oder höhere Sicherheit bietet, wie sie die Reichsbank verlangt. Für den Lombardsatz stellt die Reichsbank ebenfalls bestimmte Anforderungen an Sicherheit. Die Reichsbanksätze wirken unmittelbar nur auf Sätze gleicher Fristigkeit. Es haben nicht nur die von ihr diskontierten Wechsel eine bestimmte vorgeschriebene Laufzeit, sie verlangt auch beim Lombard ein Mindestmaß von Tagen der Inanspruchnahme, bezw. die entsprechenden Zinsen. Die Reichsbank trifft Bestimmungen wegen des Verwendungszweckes und sucht die Nachfrage zu Spekulationszwecken abzuwehren. Der Verkehr gelang so erst

[1]) Den Privatbanken stellen wir in gewissem Betracht die großen Versicherungs- und Zentralkassen privaten, öffentlichen oder halböffentlichen Charakters gleich ohne ihrer weiter zu erwähnen.

auf einigen Umwegen zur Geldquelle. Es kann also wohl vorkommen, daß einzelne Geldmarktsätze in Zeiten oder an Terminen mit großem Geldbedarf über die Reichsbanksätze steigen, die das Maximum unter solchen Umständen darstellen, deshalb, weil diese Geldnachfrage wegen ihrer besonderen Art (sehr kurzfristig, Spekulationsgeld) nicht zur Reichsbank vordringen kann. Die Geldpolitik der Reichsbank verflüssigt und verknappt daneben auch den gesamten Geldmarkt, macht sich also auch bei den nicht unmittelbar berührten gleichartigen Geldmarktsätzen erkennbar, soweit am Geldmarkt selbst das von der Reichsbank unter bestimmten Kautelen übernommene Geld wieder freigestellt wird auf kürzere Fristen, bei anderem Risiko und zu anderer Verwendung.

Rückwirkung der Vorgänge am freien Markt auf die Reichsbanksätze.

Bei großem Geld- und Kreditbedarf gelangen zur Reichsbank entsprechend gesteigerte Ansprüche. Die Reichsbank kann durch Erhöhung des Diskonts diese Ansprüche zurückdrängen, soweit dies mit Rücksicht auf die gesetzlichen Vorschriften notwendig ist und soweit es der Auffassung der Bankleitung bezüglich ihrer volkswirtschaftlichen Aufgabe entspricht. Ein gegebener Teil aller Geldansprüche muß sich zur Reichsbank wenden, da der Verkehr mit Geldsurrogaten der Banken allein nicht auskommt, sondern ratierlich Reichsbankgeld benötigt. In solchen Fällen ist die Macht der Reichsbank groß. Wenn Geld flüssig wird, werden die Kredite der Reichsbank entsprechend eingeschränkt, Geld fließt zurück und wird nicht mehr in dem Maß entzogen, als es zurückgegeben wurde. Die Reichsbank verliert den Zusammenhang mit dem Markt, wenn ihre Sätze höher sind, als die gleichartigen Sätze des freien Markts. Sie muß die Sätze dann entsprechend ermäßigen, um in ihren privatwirtschaftlichen Interessen, im Kreditgeschäft, keine Einbuße zu erleiden. Die Marktposition der Reichsbank ist geschwächt, entsprechend der geringeren Nachfrage nach dem Gut, das sie anzubieten hat.

2. Die Privatbanksätze.

„Im Kontokorrentverkehr wird von den deutschen Banken in der Regel 1% mehr als der Reichsbanksatz beträgt, berechnet, wobei an einem Minimalsatz von 5% festgehalten wird. Dazu tritt aber noch eine Provision, die im groben Durchschnitt mit etwa 1/4% jährlich in Ansatz zu bringen ist. Regelmäßig wird ferner halbjährliche Saldoziehung vereinbart mit der Wirkung, daß von den Zinsen, die schon im Saldo enthalten sind, im nächsten Halbjahr wieder Zinsen gezahlt werden. Dagegen ist für den Akzeptkredit nur der Privatsatz in Anrechnung zu bringen, dazu treten eine vierteljährliche Provision von 1/4%, also 1% jährlich und die Wechselstempelkosten."[2] Es soll nur von diesen beiden typischen Formen der Kreditierung durch die Privatbanken gehandelt werden. Kontokorrent- und Akzeptkreditbedingungen werden von den Bankvereinigungen autonom festgesetzt, aber teils zum Reichsbanksatz (Kontokorrentsatz), teils zum Privatdiskont, also einem Satz des freien Markts (Akzeptsatz) in Beziehung gebracht und dies mit einer gewissen Notwendigkeit. Es ist dabei zu unterscheiden zwischen solchen Bankkunden, die gegen Wechsel oder Lombard Kredit zu nehmen in der Lage sind und solchen, die keinerlei Sicherheit

[2] Adolf Weber, a. a. O. S. 185/86. Die Sätze wurden häufig geändert, sie sollen nur als Beispiel dienen.

geben können und der Garantie seitens einer Bank bedürfen. Diese letzteren sind auf die Banken unbedingt angewiesen und können nicht anders Kredit nehmen als durch diese. Bei den anderen aber steht zu befürchten, daß sie bei zu hohen Zins- und Provisionsforderungen der Banken bei der Reichsbank oder am freien Geldmarkt ihre Kreditbedürfnisse befriedigen. Da auch der Reichsbanksatz mit dem freien Geldmarkt in Fühlung zu bleiben strebt, steht auch der Kontokorrentsatz mittelbar mit den Bewegungen am Geldmarkt im Zusammenhang. Doch ist die Tendenz die Kontokorrentsätze hoch zu halten größer als die zinssenkende, da einmal der Reichsbanksatz selten in dem Maß und so unmittelbar gesenkt wird, wie es der freien Geldmarktlage entsprechen würde mit Rücksicht auf die volkswirtschaftlichen Interessen, die die Reichsbank wahrzunehmen hat, und da zum andern ein Minimum von 5% für Kontokorrentkredit nicht unterschritten wird.

C. Die zusätzliche Kaufkraft.

I. Die Zirkulationskredite am Geldmarkt.

Nachdem im Vorstehenden die Beziehungen der Monopolsätze am Geldmarkt zu den freien Sätzen kurz besprochen wurden, soll nun die zusätzliche Kaufkraft und ihre Bedeutung für den Markt gewürdigt werden. Der Kreditbedarf gelangt zur zusätzlichen Kaufkraft im wesentlichen durch die Monopolsätze der Zentralnotenbank und der Privatbanken, ohne daß bei einem konkreten Kreditgeschäft festgestellt werden könnte, ob es sich hier um zusätzliche Kaufkraft handelt oder nicht. Denn man sieht es einem Bankkredit nicht an, ob er aus eigenem Kapital der Bank oder aus Depositen stammt oder ob er zusätzlich ist. Die Unterscheidung zusätzliche Kaufkraft oder nicht zusätzliche Kaufkraft ist theoretischer Art. Durch die Möglichkeit künstlicher Erweiterung des Angebots unterscheidet sich ja gerade der Geldmarkt strukturell vom Kapitalmarkt, wobei wir auf die einleitenden Bemerkungen zu unserer Untersuchung verweisen. „Das Angebot von ‚Geld‘, von Anpassungs- und Zirkulationskredit kann von den Banken beliebig vermehrt werden, das Angebot von Kaufkraft dagegen, die auf Sachgütern und Leistungen fußt, wodurch aber allein reale Kaufkraft vermittelt wird, ist eng begrenzt."[1]) Während am Kapitalmarkt lediglich die Menge der zur Verleihung freistehenden Kapitalgüter, also der ersparten d. h. nicht konsumierten realen Kaufkraft etwas zu sagen hat und durch Schaffung zusätzlicher Kaufkraft Inflation und Überakkumulation — auf die Dauer betrachtet — hervorgerufen wird, kann das Angebot am Geldmarkt künstlich vermehrt werden und muß sogar vermehrt werden, wenn den Bedürfnissen einer modernen Wirtschaft genügt werden soll. Die Menge des Geldes und der kurzfristigen Geldmarktkredite muß elastisch sein, sie muß sich den Bedürfnissen des Verkehrs anpassen können. Diese volkswirtschaftliche Aufgabe haben als Ausgabeorgane die Banken und namentlich die Zentralnotenbank zu erfüllen.

Nach dem Bankgesetz[2]) ist es Aufgabe der Reichsbank „den Geldumlauf ..... zu regeln, die Zahlungsausgleichungen zu erleichtern und für die Nutzbarmachung verfügbaren Kapitals zu sorgen".

Wir haben in unseren früheren Ausführungen gesondert eine Charakteristik des Geldbedarfs und des Kreditbedarfs gegeben, wobei der Kreditbedarf teils als Zirkulationskreditbedarf, teils als solcher zu Zwecken der

[1]) A. Weber, a. a. O.
[2]) Ges. vom 30. August 1924, RGBl. 1924, II/32.

Realkapitalproduktion erkannt wurde. Die Reichsbank hat dem laufenden Geldbedarf Rechnung zu tragen, insbesondere soweit Bargeld angefordert wird, entsprechend der ersten Forderung: Regelung des Geldumlaufs. Diese Frage gehört nicht so sehr in den Bereich einer Kreditmarkttheorie, sie ist vielmehr eine Frage der Geldtechnik. Denn grundsätzlich ist es für den Zins am Geldmarkt gleichgültig, in welcher Geldform kreditiert wird, ob in bar oder durch Buchgeld. Es hängt von den Zahlungsgewohnheiten ab, in welchem Verhältnis die beiden Geldformen zueinander zu stehen haben.

Kredittheoretisch bedeutsam ist die zweite Forderung, die das Gesetz an die Zentralnotenbank stellt: Erleichterung des Zahlungsausgleichs. Wir wissen, daß jahreszeitlich und terminlich besondere Anforderungen an den Geldmarkt gestellt werden, die ihren Grund darin haben, daß einerseits Unternehmer und Händler, die Geld kurzfristig am Markt angelegt hatten, wegen nunmehr einsetzenden Eigenbedarfs (Lohnzahlungen, Felderbestellung, Einkäufe der Händler im Herbst) ihr Geld wieder zurückfordern, anderseits von solchen, die mangels genügenden Eigenkapitals Kredit zu nehmen genötigt sind, Geld gefragt wird. Daher steigen an den Terminen und saisonal die Zinssätze am Geldmarkt ganz erheblich. Es würde zu einer völligen Lähmung der Geschäftstätigkeit führen, wenn dem zusätzlichen Bedarf nicht durch ein zusätzliches Angebot entsprochen würde. Hier greift nun die Reichsbank ein; und ebenso die Privatbanken, soweit ihnen in der Schaffung zusätzlicher Kaufkraft ein Spielraum offen steht, der uns als begrenzt bekannt ist durch Rücksichten der sog. volkswirtschaftlichen und geldlichen Liquidität. Der Geldmarkt erhält dadurch gegenüber den starren, durch Natur und gesellschaftliche Einrichtungen (Termine, Feste ..) bestimmten Kreditbedürfnissen eine große Elastizität und Anpassungsfähigkeit. Die Geldschöpfungstätigkeit der Zentralnotenbank kann statistisch genau erfaßt werden, weniger dagegen jene der Privatbanken; man kann annehmen, daß sie sich den Terminen und Jahreszeiten gegenüber in gleichen Verhältnissen bewegt (nicht so sehr konjunkturell und spekulativ). Der Erkenntniswert der Bankbilanzen ist gering.[3])

Meßzahlen für Saisonschwankungen[4]):

	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
Privatdiskont[a])	94	86	102	88	94	98	85	89	105	111	121	128
Notenumlauf[b])	93	92	110	98	94	109	93	92	113	97	95	116
Wechs. u. Lomb.[c])	84	81	118	91	86	115	85	85	128	102	94	131

a) Berlin 1901—13 b) Plus Giroguthaben der Reichsbank am Monatsende 1901—13
c) Bestand der Reichsbank am Monatsende 1901—13.

Sowie in Zeiten großer Nachfrage nach kurzfristigem Kredit die Belastung der Noten- und Privatbanken zunimmt, so erfolgt nach der wirtschaftlichen Entspannung die Entlastung der Banken, so daß immer wie aus einem vollgesogenen Schwamm Kredite in die Wirtschaft fließen und wieder aufgenommen werden. Die Kredite werden, nachdem sie ihren Dienst getan, zurückgezahlt.

Diese Art von zusätzlicher Kreditschöpfung zu den Terminen und Jahreszeiten ist geldtheoretisch unbedenklich und birgt keine Inflations-

3) Vgl. L. A. Hahn, Zur Frage des volkswirtschaftlichen Erkenntniswerts der Bankbilanzen, Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung 1926. Erg. Heft 4.
4) Die Wirtschaftskurve 1926/I S. 53.

gefahr in sich, da ja die so entstehende formelle Kaufkraft nichts anderes darstellt, als eine Vorwegnahme demnächst entstehender realer Kaufkraft oder die Kompensation bereits entstandener realer Kaufkraft in Form von Gütern, die in den Konsum überzugehen bestimmt sind. Natürlich sind mit diesen Zusatzkrediten immer kleinere oder größere Preiserhöhungen verbunden, die Preise fallen aber wieder nach kurzer Zeit, sobald die neu produzierten Güter am Markt erscheinen. Solche Preisschwankungen sind nicht zu vermeiden, sie sind aber volkswirtschaftlich unbedenklich. Viel größer ist demgegenüber der Nutzen, den diese kurzfristigen Zusatzkredite stiften, indem sie die Güterübertragungen einer komplizierten Verkehrswirtschaft erleichtern. Wir wissen freilich nicht, in welchem Mengenverhältnis diese zusätzlichen Wirtschaftskredite zu den übrigen im freien Verkehr erfolgenden Kreditgeschäfte stehen. Es würde auch eine Erfassung der am freien Markt, an der Geldbörse zum Abschluß kommenden Kreditgeschäfte zu einem Vergleich nicht genügen. Die Umsätze an der Börse sind nur ein kleiner Teil aller Umsätze am freien Markt. Die Börse besorgt im allgemeinen nur den Spitzenausgleich. Wenn, wie aus vorstehenden Ziffern hervorgeht, die Meßziffern der Wechsel- und Lombardkredite der Reichsbank zwischen 81 und 131 schwanken, dann darf man annehmen, daß die Wirtschaft durch die Reichsbank entscheidend beeinflußt wird.

Durch die Geldschöpfungstätigkeit der Banken wird also auf den Geldmarktzins ein Druck ausgeübt in Zeiten erheblicher Kreditnachfrage. Wenn die Kredite wieder zurückfließen, dann geht damit ein Nachlassen der gesamten Kreditnachfrage einher. Der Zins sinkt. Die Reichsbank entspricht natürlich nicht aller und jeder Kreditnachfrage. Sie erläßt Vorschriften qualitativer und formeller Art. Sie erhöht auch regelmäßig gegen Jahresende die Sätze, um einer übermäßigen Beanspruchung vorzubeugen.

Die Frage, welche Maße bei der Kreditschöpfung einzuhalten sind, ist immer Gegenstand lebhafter Auseinandersetzungen. So relativ einfach die Frage klingt, wenn man sie methodisch in die Unterfragen der Geldtechnik, der Zirkulationskredite und der Konjunkturkredite zerlegt, so ist sie das nicht, wenn man sie in einem konkreten Fall zu beantworten hat, in dem sich die drei Probleme vermengen. Geldtechnisch betrachtet hat die Reichsbank ein bereits gegebenes Geldvolumen vor sich, das nur in einem jeweils entsprechenden Verhältnis von Bargeld zu Buchgeld zu halten ist. Die geforderten Zirkulationskredite können unbedenklich gegeben werden, wenn man ein aus Jahresdurchschnitten errechnetes Schema der Saison- und Terminschwankungen vor sich hat. Sobald aber eine Änderung des Bargeldbedarfs und der Nachfrage nach Wirtschaftskrediten konjunkturell oder sonstwie bedingt ist, wird die Frage nach dem Maß der Liberalität für die Banken problematisch. Es befindet sich aber die Wirtschaft — jene regelmäßigen Saisonschwankungen ungeachtet — immer in irgendwelchen Veränderungen, von denen wir als die wesentlichsten die konjunkturellen herausgreifen.

Wir sind gewohnt, die Konjunkturschwankungen in Veränderungen der Realkapitalsproduktion sich äußern zu sehen. Das reale Kapital wird, wie wir wissen, mit Mitteln vom Geldmarkt, also mit kurzfristigen Mitteln produziert, die darauf von Kapitalmarktmitteln, den entsprechend langfristigen Krediten, die aus Spartätigkeit stammen, abgelöst werden müssen. Die dritte der vom Gesetzgeber der Reichsbank gestellten Aufgaben ist die Sorge für die Nutzbarmachung verfügbaren Kapitals, Kapital, in

dem auch von uns gebrauchten Sinn aufzufassen als Kapitalgüter, reale Kaufkraft, die gespart und verliehen wird. Die Reichsbank- und die volkswirtschaftliche Funktion der Privatbanken ist die gleiche — die Reichsbank hat durch Hergabe kurzfristiger Kredite die Übertragung der gesparten Kaufkraft zu vermitteln, sie stellt vorläufig die Mittel zur Verfügung, die zur Produktion realen Kapitals (Häuser, Fabriken, Maschinen) notwendig sind. Da aber kurzfristige Geldmarktmittel nicht genügen, um die Erträge der allmählich rentierenden Betriebe abwarten zu können, müssen die Unternehmer um langfristige Kredite in Form von Aktienausgabe, Obligationen- oder Pfandbriefemission sich bemühen, worauf die Entlastung der Banken erfolgen kann. Problem ist nun, wie die Bankleitung die volkswirtschaftliche Sparkapitalbildung einschätzt, welche Chancen sie in einer konjunkturellen Entwicklung sieht. Je nach ihrer Auffassung muß sie einen breiteren oder schmäleren Strom von Krediten der Wirtschaft zuleiten. Über die Gefahren einer zu reichlichen Versorgung der Wirtschaft mit zusätzlichen Krediten werden wir noch getrennt handeln. Es ist für die Banken nicht leicht festzustellen, welches Maß an Zusatzkrediten jeweils volkswirtschaftlich gerechtfertigt ist. Für eine exakte Berechnung wäre eine genaue Kenntnis der konjunkturellen Entwicklung Voraussetzung, eine theoretische Erkenntnis und ein vollkommenes Erfassen der konkreten Lage. Der heutige Stand der Konjunkturforschung gibt dazu noch nicht die ausreichenden Anhaltspunkte.

Wenn die Reichsbank glaubt, der Kreditschöpfung Einhalt tun zu müssen, drängt sie die Nachfrage durch Erhöhung der Zinssätze (Diskont- und Lombardsatz) zurück und gibt umgekehrt durch Senkung der Sätze einer wachsenden Nachfrage Raum, wenn sie eine Krediterweiterung für unbedenklich hält. Die Privatbanken operieren mit ihren Sätzen ähnlich. Sie regeln die Sätze nach Übereinkommen.

II. Der künstliche Zins.

So unbedenklich, ja nützlich und unerläßlich für eine moderne Wirtschaft die Schaffung künstlicher Kaufkraft ist, soweit sie sich auf ihre Rolle als Zirkulationskredit beschränkt, so ungerechtfertigt ist sie, wenn sie Kapital vortäuschen und der dauernden Anlage dienen will. Wenn am Geldmarkt entsprechend einem akuten Verkehrsbedürfnis Zirkulationskredit gegeben wird, so hat das für Währung und Geldwert keine nachteiligen Folgen und selbst, wenn das Maß des Zulässigen überschritten wird, dann ist bei den relativ kurzen Fristen des Geldmarkts gar nicht die Zeit gegeben, die nötig ist, um die statischen Gesetze der Wirtschaft sich auswirken zu lassen. Vorübergehende Preisschwankungen können natürlich eintreten, das Gleichgewicht wird aber c. p. nach kurzer Zeit wieder erreicht, wenn die zusätzlichen Kredite nach der ihnen gesetzten Frist wieder verschwinden. Künstliche Regulierung des Geldmarktzinses ist notwendig und unschädlich, soweit die zusätzlichen Kredite Zirkulationskredite sind und bleiben und nicht in eine ihnen nicht zustehende Rolle hineinwachsen. Sobald sie aber ihre Aufgabe überschreiten und dauernd Kaufkraft darzustellen sich anmaßen, unterliegen sie den statischen Gesetzen.

Durch zusätzliche Kaufkraftschöpfung formaler Art kann das Angebot am Geldmarkt vermehrt werden in einem Umfang, der über das Maß der zuwachsenden realen Kaufkraft hinausgeht (wobei es sich nicht nur um Antizipation demnächst entstehender Kaufkraft handelt). Es ist hier nicht unsere unmittelbare Aufgabe, die Folgen einer zusätzlichen Kaufkraftschöpfung in Form von Bankkredit oder Noten in ihrer Wirkung auf die

Preise der Waren und in ihrer Auswirkung in der Güter- und Produktionssphäre zu untersuchen. Wir verweisen in dieser Sache auf den Aufsatz von W. Röpke[5]), dem wir uns inhaltlich anschließen. Das Geldwertproblem kann uns ja nur soweit interessieren, als wir uns zu fragen haben, welchen Einfluß die künstliche Erweiterung des Angebots am Geldmarkt auf den Zins hat, fürs erste und welchen auf die Dauer. Die einseitige Vermehrung der Geld- und Kreditmenge erzeugt gesteigerte Nachfrage nach einer gegebenenen Menge von Konsum- oder Produktivgütern — je nach der Verwendung der zusätzlichen Kaufkraft — und führt notwendig zu einer Preissteigerung. Bei einseitiger Geldvermehrung entwertet sich das Geld. Diese Feststellung ist wichtig für unser Zinsproblem.

Es ist möglich, daß infolge zufälliger oder kausaler (in sehr beschränktem Umfang) Gegentendenzen trotz einseitiger Vermehrung von Geld oder Kredit die Preise stabil bleiben. Wenn aber das allgemeine Preisniveau steigt, dann hat das auf den Zins eine bestimmte Wirkung. Denn in der Preissteigerung äußert sich eine ungenügende und fehlgeleitete Produktion c p.

Fürs erste wirkt eine künstliche Kreditausdehnung zinssenkend. Wird nun der zusätzlichen Kreditschöpfung Einhalt geboten und bleibt die zugegebene formale Kaufkraft im Verkehr, dann muß der Zins — auf die Dauer gesehen — c. p. mindestens im selben Maß wieder steigen, als zusätzliche Kaufkraft geschaffen wurde und soweit diese inflatorisch gewirkt hat. Denn die allgemeine Preissteigerung macht eine größere Menge Geldes nötig, um das gleiche zu kaufen, damit steigt die Nachfrage nach Leihgeld c. p., damit der Zins. Dies ist das Eine.

Weiterhin steigt der Zins über dieses Verhältnis hinaus, soweit der künstlich ermäßigte Zins die Produktion angeregt hat. Dadurch wird — wie wir wissen, — eine größere Menge Geldes dem Markt entzogen und in das Kanalsystem des Verkehrs gepreßt. Sie wird aber nach einiger Zeit wieder am Geldmarkt gesammelt, so daß diese zweite Wirkung nur vorübergehender Natur ist. Sie bedeutet etwas in geldtechnischer Hinsicht, während im ersteren Fall die Geldentwertung die zur Verleihung verfügbaren Kreditmengen in ihrer realen Kaufkraft geschwächt hat. Die dritte und neben der ersten entscheidende Wirkung ist diese:

Der künstlich ermäßigte Zins hat zu einer Fehlleitung der Kapitalproduktion geführt. Das neu produzierte reale Kapital, das mit kurzfristigem Kredit erstellt wurde, muß Nachfrage nach langfristigem Kapital tätigen, womit dies für einen Zweck in Anspruch genommen wird, der sich nach erfolgter Geldwertstabilisierung als unproduktiv erweisen muß. Unproduktiv und wirtschaftlich ungerechtfertigt deshalb, weil durch die zusätzliche Kreditschöpfung Produktionsmöglichkeiten vorgetäuscht wurden, die nicht gegeben gewesen wären auf Grund der durch den normalen und freien Zins gekennzeichneten natürlichen Knappheitsverhältnisse und auf Grund einer sicheren Kalkulation. Dieses produzierte Realkapital wird entwertet, wenn die natürlichen Knappheitsverhältnisse wieder hergestellt bzw. von ihrer Verschleierung befreit sind. In der Entwertung zeigt sich die Unproduktivität der Anwendung von Geldkapital. Das in Anspruch genommene Kapital kann nicht mehr amortisiert werden, ist also für den Markt endgültig verloren. Es wird also eine Lücke am Kapitalmarkt offenbar, die sogleich nicht wieder gefüllt werden kann. Folge ist c. p. ein entsprechendes Anziehen

[5]) Kredit und Konjunktur, Jahrb. für Nationalökonomie und Statistik 1926.M/A.

des Kapitalmarktsatzes. Die Kapitalmarktverhältnisse nach der Marktstabilisierung bestätigen diesen Schluß restlos. So wirkt sich eine künstliche Erweiterung des Kreditangebotes auf den Kreditmärkten aus. Selbst wenn im Wege des sogenannten Zwangssparens Kapital gebildet wird, dann ist es noch nicht hinreichend, um eine Zinssteigerung am Kapitalmarkt aufzuhalten. Das Zwangssparen kann darin bestehen, daß bei der allgemeinen Preissteigerung, die auf die zusätzliche Kaufkraftschöpfung folgt, die Löhne hinter den Produktpreisen infolge der geringeren Anpassungsenergetik des Arbeitsmarktes zurückbleiben, wodurch den Unternehmern eine größere Gewinnquote zufällt. Damit können sie einen Teil des aufgenommenen kurzfristigen Kredits zurückerstatten. Sollte durch Zwangssparen der gesamte Aufwand an kurzfristigem Kredit gedeckt werden, dann müßten die Unternehmer in der kurzen Zeit, in der ein Wechsel- oder Kontokorrentkredit läuft, mindestens so viel erwerben als die kurzfristigen Kredite in ihrem Gesamtbetrage ausmachen, was effektiv nicht vorstellbar ist. Nur auf diese Weise könnte eine zusätzliche Belastung des Kapitalmarkts vermieden werden. Wenn also ein Teil der zusätzlichen kurzfristigen Kredite durch Zwangssparen erstattet werden kann, was nur friktional zu erklären ist, dann steigt der Kapitalzins nicht in demselben Umfang, in dem zusätzliches Realkapital produziert wird und demzufolge langfristiges Geldkapital nachgefragt werden müßte.

Zusätzliche Kreditschöpfung wirkt anders am Geldmarkt, dem Markt kurzfristiger Kreditgeschäfte, anders am Kapitalmarkt dem Markt für langfristigen Kredit. Zusätzlicher Kredit kann grundsätzlich nur kurzfristiger Natur sein. Es ist nun Aufgabe des Geldmarktes einerseits den termin- und jahreszeitlich bedingten, also kurzfristigen Kreditbedürfnissen zu genügen, andererseits die Kapitalproduktion durch Hergabe kurzfristigen Kredits zu ermöglichen, der dann durch langfristige Kreditaufnahme gedeckt werden muß. Die künstliche Erweiterung des Geldmarkts kann also in einer volkswirtschaftlich unbedenklichen Ausdehnung des sogenannten Zirkulationskredits bestehen, sie kann aber auch eine zusätzliche Realkapitalproduktion hervorrufen, die bei großem Ausmaß — wie wir oben gesehen haben — als schädlich zu bezeichnen ist. Über das Problem der Zirkulationskredite, die je nach Verkehrsbedürfnis periodisch in die Wirtschaft gegeben werden, wurde bereits gesprochen.

Eine fortschreitende Kreditausdehnung, die eine fortschreitende Geldentwertung nach sich zieht, läßt die Risikoprämie als Entgelt für die geringere Kaufkraft des rückzuerstattenden Betrages steigen und macht die Kreditgeber abgeneigt gegen Abschluß langfristiger Begebungsverträge, so daß auch von der Angebotseite her eine Schmälerung des Geldkapitals eintritt. Sie zerstört schließlich, wenn sie erheblichen Umfang annimmt, jede Wertbeziehung und macht jede Kalkulation illusorisch.

D. Die Bedeutung der Spekulation.

Es wird behauptet, daß die Kreditansprüche der Spekulation die Kapitalversorgung der produktiven Wirtschaft schädigen. Durch die Börsenkrediteinschränkung der deutschen Banken im Mai 1927 ist die Frage zu einer gewissen Aktualität erwacht, sie hat eine öffentliche Diskussion ausgelöst, an der sich namhafte Volkswirte beteiligten.[1])

1) Siehe Frankfurter Zeitung vom 8. Mai 1927 Nr. 338. G. Cassel; vom 9. Mai 1927 Nr. 341. A. Hahn; vom 11. Mai 1927 Nr. 347. A. Lansburgh; vom 12. Mai 1927 Nr. 350. A. Spiethoff.

Die nicht unkomplizierte Frage ist in drei Unterfragen zu zerlegen. Erstens: Belasten die Ansprüche der Spekulation die Kreditmärkte. Zweitens: Welches ist die Wirkung der zusätzlichen Börsenkredite der Banken. Drittens: Begünstigt nicht eher die Spekulation die Kapitalversorgung statt sie zu schädigen.

Erstens: Wird die produzierende Wirtschaft in ihren Kreditbedürfnissen durch die konkurrierenden Ansprüche der Spekulation geschädigt? Eine populäre Auffassung sieht in der Hingabe von Spekulationskrediten eine Belastung der Kreditmärkte ohne dabei den Tatsachen gerecht zu werden. Was an den Kreditmärkten gehandelt wird, ist letzlich nicht Geld, sondern es sind Kapitalgüter, die auf längere oder kürzere Zeit von einer Privatwirtschaft einer anderen überlassen werden. Es ist gespartes Kapital, das Geld ist nur die Form, in der es dargeboten wird. Der Zins wird auf die Dauer betrachtet nicht durch die Geldmenge, sondern durch die Menge gesparten Kapitals bestimmt, daher können die Börsenkredite nicht zinssteigernd wirken, da hier keine Kapitalgüter in Anspruch genommen werden, sondern lediglich geldliche Verschiebungen stattfinden. Der Spekulationskredit, den der eine aufnimmt, kommt im Augenblick der Übertragung einem anderen zugute, er wird in Form eines Bankguthabens eingeräumt und erscheint nach der Übertragung sogleich wieder auf einem anderen Konto, es hat nur eine geldliche Verschiebung stattgefunden, es verfügt jetzt nur ein anderer über den Anspruch auf Kapitalgüter, den das Bankguthaben verleiht. Von einer Schädigung der Kapitalversorgung ließe sich nur dann sprechen, wenn die Spekulationsgewinne bei der Bank abgehoben und gehortet oder konsumiert würden. Adolf Weber[2]) weist darauf hin, daß ein Einschließen des Geldes im Geldschrank nicht, eine konsumtive Verwendung nur in beschränktem Umfang anzunehmen ist, so daß von dieser Seite her eine Verknappung des verfügbaren Kapitals nicht erwartet werden kann. Auch Spiethoff[3]) glaubt, daß „Geldhamsterung und Kapitalverzehr tatsächlich nicht in nennenswertem Umfang stattfinden, wenn auch in Zeiten starker Kurssteigerung mancher Kapitalgewinn dem Luxusverbrauch zugeführt wird." Ähnlich Hahn[4]), der besonders betont, daß es sich bei der Frage der konsumtiven Verwendung logischerweise nur um den Börsengewinn, d. h. den Überschuß des Verkaufspreises gegenüber dem Ankaufs- oder Einstandspreis handeln kann, nicht also um den ganzen Erlös. Es ist also anzunehmen, daß nach dem Liquidationstag das vom Effektenhandel aufgenommene Geld überwiegend dem Geldmarkt wieder zufließt. Es kann jetzt der produzierenden Wirtschaft zugeführt werden. Es hat nur einen Umweg gemacht.

Allerdings hat dieser Umweg, den die Ansprüche auf Kapitalgüter bei ihrem Weg durch die Börse machen, eine mögliche und sehr wahrscheinliche Folge, die in den schon zitierten Auslassungen in der Frankfurter Zeitung nicht beachtet wurde. Die Dimension des Kredits ist Menge mal Zeit. An der Kreditmenge ändert sich, wie wir gesehen haben, nichts Wesentliches. Es ist aber sehr wahrscheinlich, daß die Banken der Spekulation nicht nur Geld zur Verfügung stellen, das auf die relativ kurze Zeit, für die es der Spekulant wieder anlegt, als Sparkapital freisteht, sondern daß sie auch solche Kapitalgüteransprüche verleihen, die ihrem Ursprung nach auf lange und längste Fristen zur Verfügung stehen könnten, so daß die Spekulations-

---

[2]) a. a. O. S. 268 (1920).
[3]) a. a. O. Frankfurter Zeitung.
[4]) a. a. O. Franfurter Zeitung.

kredite eine Umwandlung langfristigen Kapitals in kurzfristiges mit sich bringen können. Diese Erscheinung ist im Interesse einer reichlichen Versorgung der produzierenden Wirtschaft gerade mit möglichst langfristigem Kapital ungünstig zu beurteilen. Dieser die Produktion schädigenden Wirkung steht nun freilich die andere gegenüber, daß gerade durch das Effektengeschäft als solches, wie wir später sehen werden, die Kapitalversorgung in dem Sinne erleichtert wird, als dank der Fungibilität der Wertpapiere dem Kreditnehmer eine hinreichend langfristige Verfügungsmacht über die Kapitalgüter eingeräumt wird, während die Kreditgeber durch beständige Weiterveräußerung ihrer Effekten in Bälde über ihr Kapital wieder zu verfügen in der Lage sind. Sie geben fortlaufend immer nur kurzfristigen Kredit, woraus sich aber doch durch Summierung der kurzen Fristen für den Kreditnehmer ein langfristiger ergibt. Ob durch diese Gegenwirkung die erste kompensiert oder gar überkompensiert wird, läßt sich nicht sagen. Diese Feststellung ist theoretischer Art.

Im großen und ganzen ist eine Schädigung der Produktionswirtschaft durch die konkurrierenden Kreditansprüche der Spekulation nicht anzunehmen, da die Versorgung der Wirtschaft mit Kapitalgütern, auf die allein es hier ankommt, dadurch nicht gehemmt wird, daß die Kredite nicht unmittelbar der Wirtschaft gegeben werden, sondern erst durch die Börse hindurchgehen.

Bleiben noch einige geldtechnische Bedenken. Erstens: Eine Belastung des Geldmarktes ist nämlich dann gegeben, wenn sich die Ansprüche der Spekulation und der produzierenden Wirtschaft an bestimmten Terminen zusammendrängen. An bestimmten Liquidationsterminen sind die Börsenumsätze zu bewerkstelligen, meist an denselben Terminen (Ultimo), an denen auch die produzierende Wirtschaft mit steigendem Anspruch an den Markt tritt. Spekulation und produzierende Wirtschaft konkurrieren also unmittelbar vor den Terminen um ein gegebenes Geldangebot. Der Zins steigt. Dazu kommt, daß die Banken in Erwartung des Abrechnungstages Geld bereit halten und dem Markte entziehen, bzw. aus Besorgnis für ihre Liquidität in der Hingabe von Buchkrediten sparsam verfahren. Diese Wirkung ist abgeschwächt, wenn die Liquidationstage des Börsenhandels mit den allgemeinen Terminen für Fakturen- und Lohnzahlungen nicht zusammentreffen (Medioliquidation). Es ist weiterhin Aufgabe der Banken und namentlich der Zentralnotenbank, diesen terminbedingten Anspannungen durch Schaffung zusätzlichen Geldes vorzubeugen. Außerdem werden die Börsenkredite ohnehin bargeldlos gegeben und können von den Banken in weitem Umfange zusätzlich geschaffen werden. Diese Geldschöpfung ist volkswirtschaftlich unbedenklich, soweit sie nur die Termine zu erleichtern bestimmt ist, da nach den Terminen die Entspannung eintritt, womit das Geld wieder zurückfließt. Diese Möglichkeit der zusätzlichen Geldschöpfung gibt dem Geldmarkt jene Elastizität, die notwendig ist um den wirtschaftlichen Verkehr reibungslos zu gestalten und akute Krisen und Erschütterungen zu vermeiden.

Zweitens: Die Banken können zusätzlich Kredit geben, zusätzlich d. h. über das Maß des ersparten Kapitals hinaus. Zusätzlicher Bankkredit erweitert den Geldmarkt. Doch ist seiner Ausdehnung eine Grenze gesetzt, die in den schon erwähnten Liquiditäts- und Sicherheitsrücksichten der Banken liegt. Aus Gründen der geldlichen Liquidität wird seine Ausdehnung begrenzt. Entscheidend ist die Art der Kreditverwendung. Solang der Kredit

in der Form von Kreditgeld im Bereich der Börse und des Geldmarkts bleibt, ist Illiquidität soweit nicht zu befürchten, als die Börsenumsätze kein Bargeld erfordern. Sie ist aber dann zu befürchten, wenn die Umsätze durch Reichsbankgiro zu bewirken sind, und die Reichsbank mit Kreditierungen zurückhält. Gelangen die Börsenkredite dagegen in die produzierende Wirtschaft, dann werden sie über kurz oder lang Bargeld- oder Reichsbankgirozahlungen auslösen. Das Kreditgeld der Banken erleichtert also c. p. den Geldmarkt anfänglich, verknappt ihn aber dann wieder in dem Maß, als Bargeld oder Girozahlungen ratenmäßig angefordert werden.

Entschließen sich die Banken aus Rücksicht auf Liquidität und Sicherheit zu einer Einschränkung der Kredite, entweder durch unmittelbare Verweigerung weiterer Kredite und weiterer Prolongationen oder durch Erhöhung der Zinssätze, dann erzwingen sie damit umfangreiche Realisierungen an der Börse. Kursstürze sind die Folgen solcher Kreditrestriktionen.

Drittens: Die Kapitalversorgung der Wirtschaft wird durch die Einrichtung der Effektenbörsen erleichtert. Es ist wohl richtig, daß die Banken als die Hauptgeldgeber an der Börse auch solches Geld dem Effektenhandel zur Verfügung stellen, das eine Kapitalmarktverwendung finden und auf längere Zeit angelegt werden könnte. Diese Wirkung wird aber vielleicht mehr als aufgewogen durch die Eigenart des Emissions- und Effektengeschäfts selbst. Der Effektenhandel an der Börse hat ja gerade den Zweck dem Emittenten eine langfristige Nutzung des Kredits zu ermöglichen. Der Kreditgeber, der nicht in der Lage ist, auf die Heimzahlung des kreditierten Betrages zu warten, kann diese Rolle des Wartens auf einen anderen übertragen durch Veräußerung des gezeichneten oder s. Zt. gekauften Wertpapiers. Die Fungibilität der Effekten bewirkt eine Umwandlung kurzfristiger Geldmarktmittel in langfristige Kapitalmarktmittel. Der Kreditnehmer verfügt tatsächlich viele Jahre über das aufgenommene Geld. Die Kreditgeber dagegen können ständig wechseln, sie sind jeder Zeit in der Lage sich durch Verkauf des Kredittitels wieder in den Besitz von Geld zu setzen, während der Kreditnehmer durch diese Veräußerung nicht berührt wird. Es stehen ihm nur fortlaufend immer andere Kreditgeber gegenüber, nämlich die jeweiligen Besitzer oder Eigentümer des von ihm ausgestellten Kreditpapiers (Aktie, Obligation, Pfandbrief).

Auf diese Art erfolgt nicht nur eine Umwandlung an sich kurzfristiger Kredite, die aus dem volkswirtschaftlichen Produktions- und Sparprozeß entstanden sind, in langfristige Kapitalmarktmittel, es können auch weitgehend zusätzliche Bankkredite diese Funktion übernehmen. Es ist also der Auffassung Lansburghs[5]) zuzustimmen, wenn er schreibt: „Die Annahme, daß ein starkes Reportgeschäft der Banken dem Produktionsprozeß Kapital entziehe, ist ... irrig. Aber weit mehr als das: Die Annahme stellt die Dinge geradezu auf den Kopf. Denn die Reportgelder haben, weit davon entfernt, Kapital von der Produktion abzulenken, im Gegenteil die bemerkenswerte Wirkung, sie mit zusätzlichem Kapital zu versorgen."

Die Meinung, daß der Effektenhandel die Kapitalversorgung der Wirtschaft — in toto — beeinträchtige, ist also abwegig. Allerdings weist Lansburgh selbst auf die Nebenerscheinung hin, daß mit der Transformation der Kredite eine Schädigung gewisser Kreise von Kreditbedürftigen verbunden sein kann, eine Schädigung der landwirtschaftlichen und kleingewerblichen

---

5) a. a. O. Frankfurter Zeitung.

Kreditnehmer, während die Nutznießer in den industriellen Aktienunternehmungen zu sehen sind.

Allgemeine Einmütigkeit aber herrscht darüber, daß diese Kapitalschöpfungsmethode schwere allgemein volkswirtschaftliche Gefahren- und Krisenmomente enthalten kann, die von Cassel und namentlich Spiethoff mehr unterstrichen werden, als von den beiden Banktheoretikern Lansburgh und Hahn.

Hahn [6]) schreibt: „Wenn und insoweit als Folge der Expansion der Börsenkredite eine Überinvestition von Realkapital in der Industrie, der der Gegenwert der Kredite zugeflossen ist, zu konstatieren oder zu befürchten ist . . . . muß die Kreditexpansion abgebremst werden".

Cassel [7]) schreibt: „Die Tatsache, daß das Kapital, das der Börse zugeführt wird, der übrigen Volkswirtschaft nicht entzogen wird, befreit keineswegs die Banken von jeder Verantwortlichkeit für die Kapitalzufuhr. Die Banken müssen selbstverständlich die Bedingungen für diese Kapitalzufuhr so anpassen, daß einer ungesunden Spekulation und einer unhaltbaren Kurssteigerung mit darauffolgenden verheerenden Kursrückschlägen möglichst keine Unterstützung gegeben wird . . . . sie müssen den Bedingungen ihrer Kreditgebung mit Rücksicht nicht nur auf ihre eigene Sicherheit, sondern auch auf die gesunde Entwicklung der Volkswirtschaft die größte Sorgfalt widmen. Es ist dabei besonders zu beachten, daß das Kapital, das die Banken zur Verfügung stellen zum Teil von den Banken selbst durch ihre Kreditgebung und die dadurch veranlaßte Vermehrung ihrer Depositen geschaffen wird und insofern nominell ist. Ein Fortschreiten auf diesem Wege der Kapitalbeschaffung muß zu inflationsähnlichen Folgen führen und ist offenbar für die Volkswirtschaft sehr bedenklich."

Ähnliche grundsätzliche Bedenken äußert Spiethoff [8]) übermäßigen Börsenkrediten der Banken gegenüber; er schließt, allerdings mehr mit Bezug auf aktuelle Verhältnisse: „Eine volkswirtschaftliche Tat sind die Börsenkredite . . . . nicht."

Wir können also zusammenfassen: Die Börsenkredite erweitern das Kapitalmarktangebot, da sie mittels der Fungibilität der Wertpapiere eine Umwandlung von Geldmarktmitteln in Kapitalmarktmittel vollziehen. Eine übermäßige Ausdehnung der zusätzlichen Bankkredite hat schwere volkswirtschaftliche Nachteile. Wir gehen nicht so weit wie Hahn [9]), wenn er schreibt, daß das Anschwellen der Börsenkredite in Depressions- und Erholungszeiten im Rahmen einer kapitalistischen Kreditwirtschaft, der nun einmal durch die Entwicklung gegebenen Struktur eine volkswirtschaftliche Notwendigkeit sei, ein Anschwellen, das künstlich herbeigeführt werden muß, wenn es nicht zur rechten Zeit und im notwendigen Umfang erfolgt. Er meint damit Schaffung neuer zusätzlicher Kaufkraft. Diese ist bedenklich wegen der schon erwähnten Gefahr der Überakkumulation, wobei immer vorausgesetzt werden muß, daß man sich über die „rechte Zeit" und den „notwendigen Umfang" klar wird, was bei dem heutigen Stand der Konjunkturforschung nicht der Fall sein kann. Die Gefahr der Börsenkredite liegt also nicht darin, daß der Produktionswirtschaft Kapital entzogen wird, da sie im wesentlichen zusätzlich gegeben werden, sondern sie ist umgekehrt die,

---

6) a. a. O. Frankfurter Zeitung.
7) Desgl.
8) a. a. O. Frankfurter Zeitung.
9) Desgl.

daß durch ihre Zusätzlichkeit eine Kapitalgüterfülle vorgetäuscht wird, die den Tatsachen nicht entspricht, und eine Realkapitalbildung eingeleitet wird, die sich nachträglich als verfehlt erweisen muß. Gleichwohl kann eine zusätzliche Kreditschöpfung, soweit sie sich in mäßigen Grenzen hält, die volkswirtschaftliche Entwicklung günstig beeinflussen, wobei man sich zuerst über das Maß unterhalten müßte. Am Grundsätzlichen wird nichts geändert.

E. Machteinflüsse am Geldmarkt.

Es war uns erstlich darum zu tun, Klarheit zu gewinnen über die grundlegenden Vorgänge am Geldmarkt, mit denen jede Macht, die auf ihn einwirken will, zu rechnen hat, Klarheit über die typischen zyklischen Schwankungen des Geld- und Kreditbedarfs, die den terminmäßigen, saisonalen und konjunkturellen Schwankungen des Wirtschaftslebens parallel gehen.

Wir setzten dabei methodisch einen vollkommen freien Geldmarkt voraus und sahen von der Möglichkeit zusätzlicher Kaufkraftschöpfung und machtmäßiger, kartellmäßiger oder monopolistischer Einflußnahme ab. Der Geldmarkt sollte so erkannt werden, wie er funktionieren würde, wenn ihm lediglich eine bestimmte Kreditmenge entsprechend den genannten Schwankungen der Wirtschaftsentwicklung in gesetzmäßig-rhythmischen Bewegungen zu- und entströmt. Zur wesentlichen Ergänzung des Bildes mußte dann von der zusätzlichen Kreditschöpfung gesprochen werden, die für den Geldmarkt von erheblicher Bedeutung ist, und von den Formen ihrer Begebung. Es bleibt noch ein Problem allgemeiner Art, womit zugleich eine Charakteristik der gesamten Geldmarktstruktur gegeben sein soll.

Interessant sind nun zwei Fragen, die reinlich von einander geschieden werden müssen. Erstens: Kann man sagen, daß die Banken ihre Position am Geldmarkt im Sinn einer dauernd zinssteigernden, ausbeuterischen Marktbeherrschung, also rein im Sinn privatwirtschaftlichen Gewinnstrebens geltend machen? Zweites Problem: Die Marktregulierung durch die Banken im Sinn höherer volkswirtschaftlicher Erwägungen. Als Exponenten der privatwirtschaftlichen Machtinteressen betrachten wir dabei die Privatbanken, während wir die Reichsbank als Vertreterin rein volkswirtschaftlicher Interessen ansehen wollen, wobei wir uns der Einseitigkeit dieser Formulierung bewußt sind, die des weiteren auch korrigiert werden wird.

Die Marktbeherrschung.

Die Banken haben nicht nur insofern eine starke Stellung am Geldmarkt, als sie zusätzlichen Kredit anzubieten oder zu verweigern in der Lage sind. Es geht außerdem so ziemlich alles Geld, das an den Geldmarkt fließt und vom Geldmarkt kommt, durch ihre Kasse. In den Büros der Banken bilden sich täglich die Zinssätze, diese werden durch Übereinkunft nach dem jeweiligen Angebot-Nachfrageverhältnis festgesetzt. Bei den Banken konzentriert sich das Angebot und die Nachfrage der Wirtschaft und auf Grund dieses Verhältnisses entsteht durch das Zusammenwirken relativ weniger zentraler Marktinteressenten der Preis, der für die Kreditbeziehungen der Gesamtwirtschaft maßgebend sein wird, an dem sich vor allem die Banken selbst im Verkehr mit ihren Kunden orientieren. Die Banken kreditieren ihrer Kundschaft also auf Grund von Zinssätzen, die durch eigene gegenseitige Verabredung der Banken zustande kommen. Was liegt also näher als der Gedanke an einen Mißbrauch dieser Machtstellung!

Der Schluß ist nicht ohne weiteres zulässig, solchen Ansichten stehen gewisse, immer gegebene natürliche Konkurrenzverhältnisse und ein wohlverstandenes höheres Eigeninteresse der Banken selbst entgegen.

Eine absolute Solidarität der Banken unter sich besteht nicht. Wenn sie auch die Geldmarktsätze durch Übereinkunft festsetzen — wobei immer noch die Reichsbank mitzuwirken hat — so liegen sie doch beständig in gegenseitiger Konkurrenz, namentlich in Zeiten großer Geldfülle, die immer einem geringen Geld- und Kreditbedarf entspricht. Man darf nicht vergessen, daß dieselben Banken, die Hauptgeldgeber an der Börse sind, doch auch Geld an der Börse nehmen, daß sie sich mit ihrem Geldangebot, wie auch mit ihrem Geldbedarf an die Börse wenden und als Geldnehmer niedrige Sätze wünschen. Darüber hinaus ist oft der Geldmarkt Schauplatz erbitterter Interessenkämpfe der Banken unter sich. So suchen Banken, die mit Effektenemissionen an den Kapitalmarkt treten, um für die günstige Aufnahme der protegierten Wertpapiere einen flüssigen Geldmarkt und niedrige Sätze zu schaffen. Wenn die Banken in Zeiten der Überspekulation oder in einer sich übersteigernden Konjunktur die Geldmarktsätze höher schrauben, und aus berechtigten Liquiditäts- und Sicherheitserwägungen heraus ihre Konditionen verschärfen, dann kann in diesen Maßnahmen etwas volkswirtschaftlich Bedenkliches nicht erblickt werden. Eine zweite Begrenzung der Machtsphäre der Banken liegt in der internationalen Konkurrenz. Die dritte und innerwirtschaftliche Macht, die den Banken im Wege steht, ist die Reichsbank, die entsprechend ihren überwiegend gemeinwirtschaftlichen Aufgaben über den Geldmarkt zu wachen hat. Sie kann dank ihrer Kreditierungsmöglichkeit die Zinssätze der Banken unterbieten und die Nachfrage an sich ziehen. Die Geldmarktsätze können auf die Dauer die Reichsbanksätze nicht übersteigen und halten sich meist unter ihnen. In depressiven Perioden ist es gerade so, daß die Reichsbank gezwungen wird, ihre autonomen Sätze zu mäßigen, um in ihrer privatwirtschaftlichen Aufgabe nicht geschädigt zu werden. Die Banken kreditieren billiger und fangen der Reichsbank die Kreditbedürftigen ab. Es ist interessant festzustellen, daß dann, wenn in den Vorstellungen der Reichsbankleitung privatwirtschaftliche Erwägungen vorherrschend werden, diese sich nicht zum Schaden der Wirtschaft in zinssteigernder Richtung, sondern gerade zinssenkend auszuwirken genötigt sind.

Es macht sich hier im Verhalten der Reichsbank dieselbe wirtschaftliche Logik geltend, die auch die Zinspolitik der kartellierten Banken dann beherrschen müßte, wenn sie von jeder gegenseitigen, internationalen oder Reichsbankkonkurrenz frei wären. Die Banken haben wohl einen gewissen Spielraum, in dem sie sich zu Ungunsten des Kreditbedarfs zu betätigen vermögen. Aber einer ungemessenen Zinserhöhung stehen dieselben Hemmungen entgegen, wie etwa einer ungemessenen Erweiterung der zusätzlichen Kredite, Hemmungen, die in dem wohlverstandenen, richtig erkannten Eigeninteresse der Banken selbst liegen, die sich an ökonomischen Gesetzmäßigkeiten orientieren. Zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer besteht eine weitgehende Interessengemeinschaft. Die Erkenntnis der notwendigen Kooperation, die Erkenntnis, daß beide Parteien aufeinander angewiesen sind, verbunden mit der Einsicht, daß kaum eine Art von Nachfrage durch hohe Preise derart gedämmt wird, wie die nach Kredit, weist den Banken die Grenzen ihrer Macht. Hohe Zinssätze bringen die wirtschaftlichen Impulse zum Erlahmen und schädigen die Bank wie den Unternehmer. Hier ist der Punkt, an dem

sich eine ausschließlich individualistische Auffassung einer universalistischen nähert, nicht in dem Sinn, daß der Einzelne aufhört, seinen privatwirtschaftlichen Vorteil zu suchen, das Motiv des Handels bleibt das gleiche und wird nicht etwa bewußt altruistisch, aber es ist so, daß der privatwirtschaftliche Vorteil nicht gewahrt bleibt, wenn nicht eine höhere Einsicht die kurzsichtige Einstellung verdrängt, so daß der privatwirtschaftlich handelnde gleichzeitig das für die Gesamtheit ersprießlichste wirken muß, wenn er sich selbst am meisten nützen will. Der einzelne ist bewußt oder unbewußt Werkzeug einer immanenten wirtschaftlichen Logik, von der nicht behauptet werden soll, daß sie in allen Fällen sich durchsetzt, die aber als Kraft, als Tendenz beständig wirksam ist. Diese wirtschaftliche Logik wird von soziologischen Tatbeständen nicht berührt, ist von Gegebenheiten des gesellschaftlichen Aufbaues unabhängig. In diesem Betracht war es also einseitig, die Privatbanken als Exponenten rein privatwirtschaftlichen Strebens anzusehen. Sie nähern sich in ihrer Zielstrebigkeit dem Typ, den die Reichsbank wesentlich versinnbildlicht, deren Aufgabe wesentlich in der Wahrnehmung volkswirtschaftlicher, gemeinwirtschaftlicher Interessen besteht.

Marktregulierung.

Während sich die Privatbanken mit fortschreitender Rationalisierung des Wirtschaftslebens zu Funktionären der Gesellschaft auswachsen, ohne dabei ihr Streben bewußt mit universalistischer Zielsetzung zu identifizieren, da sie ja in erster Linie privatwirtschaftliche Interessen verfolgen, diese aber am besten dann vertreten, wenn sie sich über die funktionalen Zusammenhänge klar sind und sich im Handeln von dieser Erkenntnis leiten lassen; geht die Entwicklung bei der Zentralnotenbank, die ursprünglich auch wesentlich privatwirtschaftlich eingestellt war, immer mehr dahin, in der Wahrnehmung rein volkswirtschaftlicher Interessen voll aufzugehen, sie bildet sich aus zum Organ der Gemeinschaft, das Privatwirtschaftliche tritt zurück.

Die Reichsbank reguliert den Geldmarkt. Sie reagiert in bestimmter Art auf die bekannten typischen Bewegungen des Geldmarkts, auf die typischen Schwankungen terminbedingter, saisonaler und konjunktureller Art. Sie kommt dem termin- und saisonbedingten Geld- und Kreditbedarf durch zusätzliche Kreditierungen entgegen, und kann dies unbedenklich, da dieser Kreditbedarf nur eine Antizipierung von in absehbarer Zeit entstehender realer Kaufkraft darstellt und nicht als volkswirtschaftlich schädlich anzusehen ist. Diese Kreditausdehnung ist ziffernmäßig erfaßbar. In gleicher Richtung wirken in gewissem Umfang auch die Privatbanken. Der Erkenntniswert der Bankbilanzen ist gering, so daß man nicht wie bei der Reichsbank mit einiger Sicherheit ziffernmäßig feststellen kann, wie sich die Banken zu dem Termin- und Saisonkreditbedarf verhalten.

Dem konjunkturellen Kreditbedarf gegenüber ist die Stellung der Banken eine sehr unsichere. Denn Voraussetzung für konjunkturelle Geldmarktpolitik ist die Kenntnis des Wesens der Konjunktur. Die Konjunkturforschung hat gerade durch die Notwendigkeit einer Wirtschaftsführung unter höheren Gesichtspunkten ihre stärksten Impulse erhalten. Die Ergebnisse der Forschung sind noch sehr vage, was die Erkenntnis des Wesens und der Ursachen der Konjunkturerscheinung angeht, wir sind über eine gute Symptomatologie noch nicht viel hinausgekommen. Deshalb wird vorerst die Geld- und Kreditmanipulierung hinsichtlich der konjunkturellen und auch ge-

wisser struktureller Schwankungen hauptsächlich auf mehr oder minder glückliches Experimentieren beschränkt bleiben müssen.

Die Notwendigkeit der Regulierung des Geldmarkts wird heute auch von extremen Wirtschaftsliberalisten nicht geleugnet, wenn auch das Keynessche Extrem der Kreditkontrolle nicht annehmbar erscheint. Die Wirtschaft hat sich seit etwa 100 Jahren strukturell bedeutsam gewandelt. Eine fortschreitende Komplizierung der Verhältnisse hat die Zusammenhänge immer unübersichtlicher, uneinheitlicher gemacht und eine Zusammenfassungs- und Vereinheitlichungstendenz ausgelöst mit weitgehender Ausschaltung der freien Konkurrenz, eine Entwicklung, die zweifellos aus einem unmittelbaren Bedürfnis heraus bestimmte Organisationsformen schuf, neue soziologische Gebilde entstehen ließ. Diese können nun nicht mehr so bedingt rein individualistische Interessen vertreten, sondern sind im Sinn höherer Wirtschaftlichkeit zu gegenseitiger Rücksichtnahme und Kooperation genötigt. „Für die Phänomene des wirtschaftlichen Verkehrs . . . . wird man wohl mit einer immer mehr um sich greifenden Herrschaft des Rationalschemas über die Individuen zu rechnen haben[10].“ Womit natürlich nicht gesagt ist, daß mit der zweifellos vorhandenen und soziologisch höchst bedeutsamen Entwicklung der Wirtschaft zur Integration die Entfaltung der wirtschaftlichen ratio gleichen Schritt hält.

Literaturnachweis.

G. Cassel, Theoretische Sozialökonomie 1927. — Das Geldwesen nach 1914, 1925. — Das Stabilisierungsproblem 1926.
J. Fisher, Der schwankende Geldwert, Berlin 1924.
A. Hahn, Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits 1920. — Zur Theorie des Geldmarkts, 1923/24 Archiv Nr. 51 S. 289.
G. Halm, Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt, Conrad'sche Jahrbücher Juli/August 1926.
R. G. Hawtrey, Währung und Kredit, Jena 1926.
J. M. Keynes, Ein Traktat über Währungsreform, München 1924.
A. Lampe, Zur Theorie des Sparprozesses. 1926.
Leidgebel-Ruge, Das Bankwesen in seinen praktischen und theoretischen Grundzügen, Berlin 1925.
Leitner, Das Bankgeschäft und seine Technik, Frankfurt 1912.
L. Mises, Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, München-Leipzig 1912/24.
A. Mombert, Einführung in das Studium der Konjunktur, Leipzig 1925.
W. Prion, Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, Leipzig 1907.
W. Röpke, Kredit und Konjunktur, Conrad'sche Jahrbücher, März/April 1926.
J. Schumpeter, Kreditkontrolle, Archiv Nr. 54, 1924.
A. Spiethoff, Die äußere Ordnung des Kapital- und Geldmarkts. — Das Verhältnis von Kapital, Geld und Güterwelt. — Der Kapitalmangel in seinem Verhältnis zur Güterwelt. — Sämtliche in Schmollers Jahrbuch 1909.
R. Stucken, Theorie der Konjunkturschwankungen, Jena 1926.
Adolf Weber, Depositen- und Spekulationsbanken, München-Leipzig 1915/22.
O. v. Zwiedineck-Südenhorst, Preislehre und Konjunkturforschung, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft 1927.

Zeitschriften und Zeitungen:

Die Bank (A. Lansburgh); Magazin der Wirtschaft; Wirtschaftsdienst; Die Wirtschaftskurve; Vierteljahrshefte des J. f. K. und Ergänzungshefte; Bankers Magazin; Economist; Statist; The Review of Economic Statistics, Harvard Econ.-Service; Harvard Econ.-Service, weecly letter; Frankfurter Zeitung; Handelsteil verschiedener anderer Zeitungen.

[10]) v. Zwiedineck-Südenhorst, a. a. O. S. 287.